

分析师: 齐求实、符彩霞  
执业证书编号: A0220200010018  
Tel: 010-59355977  
Email: qiqs@chinans.com.cn  
地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 龙星化工 (002442. SZ)

## 上市首日定价报告

### 投资要点

● 龙星化工是一家从事炭黑生产销售的企业, 产品用于轮胎制造、橡胶制品制造及油墨生产等方面, 生产规模和盈利能力均处于国内炭黑行业领先水平。现拥有 7 条湿法炭黑生产线, 炭黑年生产能力 20 万吨, 另外有三套炭黑尾气发电机组, 发电能力达到 21 兆瓦。

● 公司 95% 的炭黑都是用于全钢子午轮胎的, 不同胎种所用炭黑种类也略有不同, 公司生产的全钢子午炭黑的毛利率是比较高的, 而公司在发电和对自产包装回收等方面也做得很好, 使得公司综合毛利率一直高于行业平均水平 7-9 个百分点。

● 目前轮胎市场平均有 15% 左右的成长速度, 而且子午轮胎所占比例还在不断提高, 全钢子午轮胎用碳黑在我国的发展时间不长, 能够生产这种产品的公司很少。未来 3-5 年内还会处于供不应求的状态。公司募投资项目达产后产能达到 32 万吨碳黑、42 兆瓦发电能力, 大大提高了公司盈利能力。

● 公司发行价是 12.5 元, 摊薄后对应动态市盈率 24 倍, 但是从 6 月 23 日开始招股以来与公司最具可比性的黑猫股份股价大幅下跌 20%, 目前动态市盈率只有 21 倍。但考虑到龙星化工的毛利率、ROE 水平较高, 给与公司 22-28 倍市盈率, 按我们预计 2010 年 0.53 元的业绩计算, 股价在 11.6-14.8 元区间较为合理。

合理估值区间(元)	11.6-14.8
-----------	-----------

### 发行上市资料

发行价格(元)	12.50
发行市盈率(倍)	36.76
发行股数(万股)	5000
发行后总股本(万股)	25000
发行日期	2010/6/23
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	国信证券
上市日期	2010/7/6

### 基础数据(发行前)

每股净资产(元)	2.65
总股本/流通 A 股(万股)	20000/4000
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2010 年 7 月 6 日	

### 相关研究

### 盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	895.06	967.99	1224	1625	1890
增长率(%)	42.77	8.15	17.15	43.30	16.31
净利润(百万)	30.66	69.27	107	147	191
增长率(%)	-70.48	125.93	54.40	37.38	29.93
EPS(元)	0.20	0.46	0.53	0.74	0.96
毛利率(%)	22.76	23.62	26.37	22.34	23.12
净资产收益率(%)	9.12	17.41	9.05	13.15	17.47

### 财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.52	1.13	59.26	0.00	0.00
2008A	1.19	0.85	63.80	6.85	4.93
2009A	1.14	0.91	55.69	6.13	5.69

来源: 招股说明书、民族证券

附表 1：重要假设表

产 品	2010E	2011E	2012E
<b>炭黑</b>			
销量（万吨）	20	25	29
产品价格（元/吨）	6100	6400	6500
毛利率	22.00%	21.00%	21.00%
<b>发电</b>			
销量（万度）	7300	9000	14000
产品价格（元/万度）	3200	3200	3200
毛利率	58.00%	58.00%	58.00%

资料来源：民族证券研发中心

附表 2：盈利预测简表：

单位（百万元）	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1224	1625	1890
营业成本	925	1262	1453
营业税金及附加	7	8	9
销售费用	79	102	118
管理费用	37	49	57
财务费用	21	18	15
资产减值损失	0	0	0
投资净收益	0	0	0
营业利润	155	186	238
营业外收支	0	0	0
利润总额	155	186	238
所得税	38	39	47
净利润	107	147	191
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	107	147	191
每股收益（元）	0.53	0.74	0.96

数据来源：民族证券研发中心

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	507	1377	1302	1394
现金	39	734	467	365
应收账款	188	256	312	420
其它应收款	157	171	224	259
预付账款	20	53	62	93
存货	103	163	237	257
其他	0.61	0	0	0
<b>非流动资产</b>	391	518	586	689
长期投资	5	5	5	5
固定资产	350	477	545	648
无形资产	32	32	32	32
其他	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	898	1888	2083	1895
<b>流动负债</b>	444	647	716	743
短期借款	382	450	450	450
应付账款	31	67	96	103
其他	31	130	170	190
<b>非流动负债</b>	57	59	59	59
长期借款	54	54	54	54
其他	3	5	5	5
<b>负债合计</b>	501	706	775	802
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	398	1182	1308	1093
<b>负债和股东权益</b>	898	1888	2083	1895

**现金流量表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	69.3	107	172	191
折旧摊销	36	40	47	53
财务费用	34.64	21	18	15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	33	14	115	87
其它	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	18	154	150	96
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	3	68	20	30
长期借款	-110	0	0	0
普通股增加	0	600	0	0
少数股东融资	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-34	546	-138	-30

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	968	1224	1625	1890
营业成本	739.36	925	1262	1453
营业税金及附加	7.10	7	8	9
营业费用	65.22	79	102	118
管理费用	31.09	37	49	57
财务费用	34.64	21	18	15
资产减值损失	2.99	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	87.6	155	186	238
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0.7	0	0	0
<b>利润总额</b>	90.5	155	186	238
所得税	21.2	38	39	47
<b>净利润</b>	69.3	107	147	191
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	69.3	107	147	191
EPS（元）	0.46	0.53	0.74	0.96

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.15%	17.15%	43.30%	16.31%
营业利润	123%	12.94%	51.14%	15.13%
归属母公司净利润	126%	54.40%	37.38%	29.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.6%	26.37%	22.34%	23.12%
净利率	7.16%	9.44%	9.05%	10.11%
ROE	19%	9.05%	13.15%	17.47%
ROIC	12%	15%	16%	16%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56%	37%	37%	42%
流动比率	1.14	2.13	1.82	1.88
速动比率	0.91	1.88	1.49	1.53
<b>营运能力</b>				
应收帐款周转率	6.13	4.43	5.21	4.50
应付帐款周转率	23.85	12.46	13.15	14.11
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.46	0.53	0.74	0.96
每股经营现金	-0.22	2.23	0.69	-0.15
每股净资产	2.65	5.91	6.54	5.465
<b>估值比率</b>				
P/E	27.17	23.58	16.89	13.02
P/B	6.28	2.12	1.91	2.29
EV/EBITDA	14.5	14.9	13.4	14.7

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn