

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)

黑猫股份 (002068. SZ)

产能扩张满足需求增长

投资要点

● **净利润同比增长76%**。公司报告期内实现营业总收入14.2亿元,同比增长86%,归属上市公司股东净利润3143.9万元,同比增长76%,每股收益0.126元。本年度报告期内国内宏观经济复苏延续,盈利情况好转,由于09年上半年受金融危机影响,国内炭黑需求下降,公司开工率不足,导致同比基数较低,增长较快。

● **公司产能扩张至47万吨**。公司炭黑营业收入大幅增长很大一部分原因是由于产能的扩张。乌海黑猫一期和二期工程分别于2009年11月和2010年6月建成投产,目前4个生产基地共有47万吨的产能。随着公司在邯郸子公司的建设,还将新增16万吨,其中今年年底1期工程8万吨就能够投产。

● **下游需求旺盛**。汽车产业仍然处于高增长阶段,对于全钢子午胎之类所用的炭黑品种更是供不应求,公司炭黑产销量和销售价格均较上年较大幅度上升,报告期内,生产炭黑22.10万吨,销售炭黑22.22万吨,产销率100.54%;2010年上半年度受原料油价格持续攀升影响,公司产品价格较去年同期有所上涨。预计下半年国内炭黑消费需求仍将保持增长,但增速将有所放缓。

● **“谨慎推荐”评级**。我们预计未来3年公司EPS分别达到0.34、0.65和0.78元,给与“谨慎推荐”评级。

化工

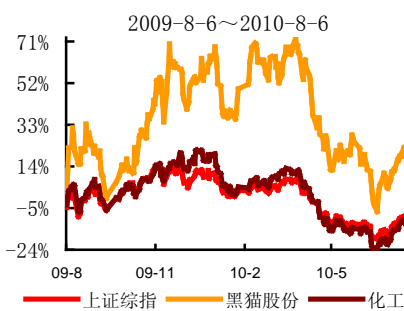
投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	12

市场数据

市价(元)	10.82
上市的流通A股(亿股)	2.50
总股本(亿股)	2.50
52周股价最高最低(元)	8.22-20.53
上证指数/深证成指	2620.76/10768.08
2009年股息率	0.23%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1862.67	3340.30	3590.78	4087.36
增长率(%)	4.92	79.33	7.50	13.83
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	79.06	64.94	124.72	149.78
增长率(%)	2639.37	-17.86	92.06	20.09
毛利率(%)	19.40	16.17	18.50	18.52
净资产收益率(%)	13.28	13.19	9.89	16.20
EPS(元)	0.41	0.34	0.65	0.78
P/E(倍)	34.20	73.62	38.33	31.92
P/B(倍)	4.60	6.84	5.84	4.96

来源: 公司年报、民族证券

- **毛利率小幅下滑。**由于国家对钢铁、煤化工等行业实行总量控制和淘汰落后产能的宏观调控政策，上游焦化行业大规模限产，公司整体的原料油供应相对趋紧，价格持续上涨，而下游轮胎行业景气度下降等因素导致公司产品售价的上调未能及时消化成本上涨，导致公司毛利率同比下降28.60%。由于国内煤焦化行业的开工率不高，下半年原料油的供应仍将比较紧张，价格继续在高位运行，但是对于公司这类的炭黑龙头企业影响要小于中小型企业。
- **资产减值损失增长 277.57%。**由于公司上半年较去年同期应收账款增加近2亿元，导致计提坏账准备大幅增加，达到907.5万元。
- 假设公司炭黑销量45万吨，均价7000元/吨。我们预计未来3年公司EPS分别达到0.34、0.65和0.78元，给与“推荐”评级。
- 风险提示：煤焦油价格持续上涨、国际市场业务下滑。

附表 1：重要假设表

产 品	2010E	2011E	2012E
炭黑(万元)			
收入	315,000.00	337,500.00	385,000.00
产量 (万吨)	45.00	45.00	50.00
价格 (元/吨)	7,000.00	7,500.00	7,700.00
营业成本	263,025.00	273,375.00	311,850.00
毛利率	16.50%	19.00%	19.00%
焦油精制品(万元)			
收入	12,575.28	13,832.81	15,216.09
收入增长	20.00%	10.00%	10.00%
营业成本	11,317.75	12,449.53	13,694.48
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%
煤气(万元)			
收入	6,454.99	7,745.99	8,520.59
收入增长	20.00%	20.00%	10.00%
营业成本	5,680.39	6,816.47	7,498.12
毛利率	12%	12%	12%

资料来源：民族证券研发中心

附表 2：盈利预测简表：

单位 (万元)	2010E	2011E	2012E
营业总收入	334030.27	359078.80	408736.68
营业成本	280023.14	292641.00	333042.60
销售费用	23382.12	25135.52	28611.57
管理费用	8400.69	8779.23	9991.28
财务费用	5963.42	5917.96	5564.86
资产减值损失	1169.11	1256.78	1430.58
投资净收益	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	9111.21	18291.08	21845.03
营业外收支	100.00	-600.00	-600.00
利润总额	9211.21	17691.08	21245.03
所得税	2302.80	4422.77	5311.26
净利润	6908.41	13268.31	15933.77
少数股东损益	414.50	796.10	956.03
归属母公司的净利润	6493.91	12472.21	14977.75
每股收益 (元)	0.34	0.65	0.78

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：万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	114007.99	131718.88	141276.35	153904.16
现金	22960.81	9078.74	1751.67	-4922.30
应收账款	58207.69	66237.37	75507.69	85959.14
其它应收款	7496.26	12903.38	14709.29	16745.29
预付账款	733.63	1204.32	1372.87	1562.89
存货	24609.59	42295.07	47934.83	54559.13
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	112951.12	121838.65	129432.47	138555.13
长期投资	0.00	-72.00	-144.00	-216.00
固定资产	107086.93	115267.06	122713.16	131660.10
无形资产	5073.68	5073.68	5073.68	5073.68
其他	790.51	1569.91	1789.63	2037.34
资产总计	226959.12	253557.53	270708.82	292459.28
流动负债	135842.29	147349.22	156227.63	167255.49
短期借款	75350.00	75150.00	74900.00	75200.00
应付账款	52703.34	56393.42	63913.10	72745.51
其他	7788.94	15805.80	17414.53	19309.98
非流动负债	27510.17	33532.51	29783.90	26070.08
长期借款	15000.00	14693.57	8308.34	1621.96
其他	12510.17	18838.94	21475.56	24448.12
负债合计	163352.46	180881.73	186011.53	193325.57
少数股东权益	4060.89	4661.49	5457.62	6413.67
归属母公司股东权益	59545.77	68014.31	79239.67	92720.04
负债和股东权益	226959.12	253557.53	270708.82	292459.28

现金流量表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-5353.07	-4058.12	17787.31	20357.65
净利润	8387.54	6908.41	13268.75	15934.25
折旧摊销	6295.70	5900.57	6977.23	8170.76
财务费用	5131.73	5963.42	5917.96	5564.86
投资损失	41.72	80.00	80.00	80.00
营运资金变动	-26350.00	-26331.74	-9489.65	-10570.66
其它	1140.24	319.54	1033.02	1178.43
投资活动现金流	-33844.57	-14088.70	-14431.33	-17125.71
资本支出	-33849.45	-14080.70	-14423.33	-17117.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.88	-8.00	-8.00	-8.00
筹资活动现金流	49911.70	18958.32	-2374.71	-8283.95
短期借款	39840.93	11169.12	-3517.83	-2843.23
长期借款	15000.00	14693.57	8308.34	1621.96
其他	-12756.95	-13653.02	-5917.96	-5564.86
现金净增加额	-4285.94	-13882.07	-7327.07	-6673.98

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	186267.13	334030.27	357926.06	407468.67
营业成本	144521.35	280023.14	291603.54	331901.39
营业税金及附加				
营业费用	13274.91	23382.12	25054.82	28522.81
管理费用	5350.59	8400.69	8748.11	9957.04
财务费用	5131.73	5963.42	5917.96	5564.86
资产减值损失	580.32	1169.11	1252.74	1426.14
投资净收益	-41.72	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	11070.81	9111.21	18291.66	21845.66
营业外收支	-545.65	100.00	-600.00	-600.00
利润总额	10525.17	9211.21	17691.66	21245.66
所得税	2137.62	2302.80	4422.92	5311.42
净利润	8387.54	6908.41	13268.75	15934.25
少数股东损益	481.38	414.50	796.12	956.05
归属母公司净利润	7906.17	6493.91	12472.62	14978.19
EBITDA	23120.28	22224.31	32519.60	37087.43
EPS（元）	0.41	0.34	0.65	0.78

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	4.92%	79.33%	7.50%	13.83%
营业利润	4592.99%	-17.70%	100.75%	19.43%
归属母公司净利润	2639.37%	-17.86%	92.06%	20.09%
获利能力				
毛利率	22.41%	16.17%	18.50%	18.52%
净利率	4.50%	2.07%	3.70%	3.90%
ROE	13.19%	9.89%	16.20%	16.54%
ROIC	7.53%	6.60%	9.94%	10.63%
偿债能力				
资产负债率	71.97%	72.89%	69.47%	66.79%
流动比率	0.84	0.89	0.89	0.90
速动比率	0.66	0.59	0.58	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.82	1.30	1.34	1.41
应收帐款周转率	3.20	4.74	4.74	4.74
应付帐款周转率	2.74	4.56	4.56	4.56
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.34	0.65	0.78
每股经营现金	-0.28	-0.54	1.08	1.06
每股净资产	3.31	3.63	4.26	5.01
估值比率				
P/E	60.47	73.62	38.33	31.92
P/B	7.52	6.84	5.84	4.96
EV/EBITDA	26.75	29.77	20.47	18.32

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