

炭黑行业

龙星化工未来业绩受益于产能扩张

√ 魏宏达
W 886.2.2181.8706
X honda.wei@kgisia.com.tw

√ 张国 (Coordinator)
W 86.21.6125.8687

行业稳步发展，集中度提高趋势明显

规模扩张和技术优势有利于公司毛利率稳定

产能增加有助于公司业绩提高

行业稳步发展，集中度提高趋势明显

炭黑下游需求主要来自于轮胎行业，约占 67%，其它橡胶产品约为 24%。预计国内轮胎需求量将继续以 10% 左右速度增长。需求增长主要来自于替换轮胎需求的增长：2009 年国内载客汽车保有量已达到 4,841 万辆，载货汽车保有量达到 1,368.6 万辆。我们预计 2010 年轮胎产量达到 2.91 亿条，同比增长 10%。主要归因于国内配套轮胎的增长，尤其是维修轮胎的增长：预计维修轮胎增长约为 10% 左右，配套轮胎增长 20%，因此即使考虑国内出口轮胎受美国反倾销的影响仅增长 5%，则依旧可达到上述预期。预计未来几年，尽管新车销售增速放缓，但 2010 年国内汽车保有量将增加到 7,800 万辆，必将推动国内维修轮胎需求稳步增长，我们预计 2011 年维修轮胎增长 13%，配套增长 10%，出口增长继续保持 5%，则 2011 年国内轮胎全年增长率可保持在 9% 左右。

图一：国内汽车保有量逐步提高

汽车保有量，百万辆（左轴）；同比，百分比（右轴）



资料来源：凯基整理

炭黑行业集中度正在提高

尽管 09 年炭黑销量同比增长 22.96%，达到 208.82 万吨，全行业共完成利润 3.13 亿，同比增长 15.37%，但在炭黑协会的 38 家会员单位中，依旧有 13 家亏损，亏损面达 34%。与此同时，国内龙头企业黑猫股份 (002068.SZ) 销两旺，产能在不断扩张，今年将在内蒙

乌海基地投产 16 万吨，已经正式公告计划在河北邯郸建设 16 万吨的项目，预计全部建成后国内市占率将达到 14% 左右。国内炭黑产量排第二的龙星化工 (002442.SZ) 也因为产品供不应求，通过募集自己也将把产能由 17 万吨提高到 2012 年的 30 万吨。行业集中度的提高，有利于炭黑行业排前的企业更好发挥规模优势和技术优势，也使得炭黑市占率高的企业具有更好议价能力。

龙星化工简介

公司是国内第二大的炭黑生产企业，2009 年年底，公司已经具有 18 万吨/年的炭黑产能。2009 年公司综合毛利率达到 23.92%，远高于行业的平均水平。在生产工艺上，公司炭黑单线生产技术处于行业领先地位，代表了我国目前新工艺炭黑装置的先进水平。公司 2007 年 10 月建成的单线 4 万吨生产线，在国内处于领先水平。

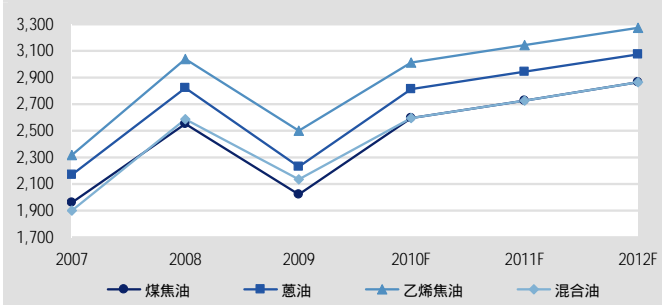
公司采用循环经济模式，是资源综合利用型企业，公司“龙星”商标被评为“中国驰名商标”，是国内炭黑行业唯一获此殊荣的企业。

规模扩张和技术优势有利于公司毛利率稳定

随着募投项目的逐步投入，公司规模优势和技术优势将逐渐显现。通过对生产线的工艺改进，公司原材料消耗量和消耗结构正在得到明显改进。价格比较便宜的煤焦油、混合油使用量增加，而价格较高的乙烯焦油和葱油使用量下降，从而导致相应的成本占比降低。一般来讲，葱油价格每吨比煤焦油高 200 元。

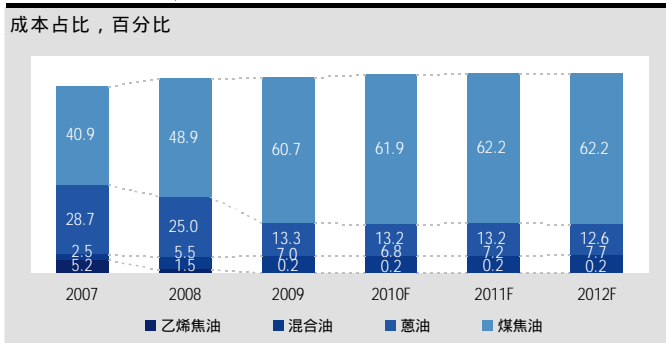
图二：葱油、乙烯焦油成本较高

采购价格，元/吨



资料来源：凯基整理

图三：乙烯焦油、萘油成本占比正在降低



资料来源：凯基整理

受益于规模优势和技术优势，公司毛利率将相对稳定

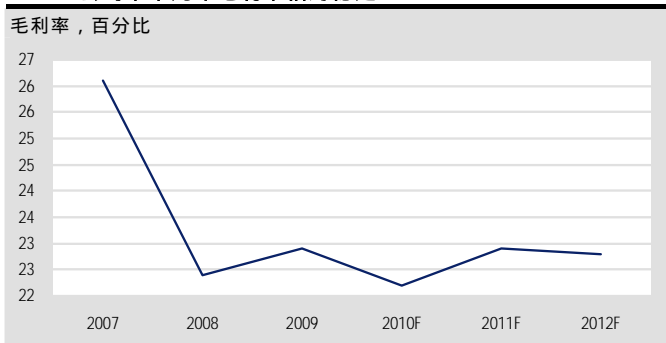
尽管公司面临着天然气价格上涨的压力，预计今年 4 季度公司天然气价格将上涨 20%左右，但随着规模的扩大，公司燃料成本占比也仅仅提高 1 个百分点。此外，公司销售费用中的运输成本将因为原油价格上涨而小幅上涨，但总的销售管理费用占营业收入的比重依旧保持在 10%左右的水平，因此对公司营业利润率影响有限。

产品竞争压力增大，产品价格可能受到一定积压

黑猫股份内蒙黑猫基地 16 万吨今年全部投产，而距离龙星化工不到 200 公里左右的黑猫邯郸基地 16 万吨也可能在明年投产，黑猫邯郸基地燃料将采用煤气，成本更具优势。公司的主要销售目的地都是山东等主要市场，因此可能使得公司产品价格转移成本能力受到一定限制。但在产品价格增幅低于主要原料价格 4-5 个百分点的情况下，公司毛利率依旧可以保持相对稳定。

总之，尽管存在燃料动力成本增加、运费增加和竞争压力增大的问题，但受益于规模效应和技术优势，公司综合毛利率将保持相对稳定。

图四：公司未来几年毛利率相对稳定

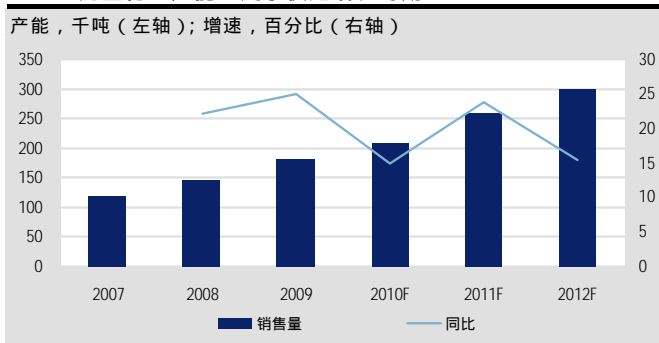


资料来源：凯基整理

公司未来业绩主要受益于产能的增长

根据公司规划，未来两年公司销量的复合增长率将达到约 20%。根据公司目前的接谈意向看，公司的产能基本可以完全消化，从而带动公司业绩不断增长。预计未来两年公司净利润的复合增长率将达到 24%。和黑猫股份相比，公司未来 3 年产能符合增长率相当，但公司毛利率的优势将受到一定削弱。

图五：龙星化工产能正处于快速增长时期



资料来源：凯基整理

结论

公司 2010 年-2012 年公司产量复合增长率达到 20%，规模效应将开始显现。但受竞争激烈以及燃料成本上升的影响，产品毛利率将维持基本稳定。因此我们对公司 2011 年的增长持积极态度。目前公司价格为 15.3 元，相当于 2010 年 25 倍 PE，目前炭黑龙头企业黑猫股份 PE 约为 27 倍，因此我们认为龙星估值基本合理。