

炭黑制造业

报告原因: 中报公布需要点评

2010年8月6日

市场数据: 2010年8月5日

收盘价(元)	10.80
一年内最高/最低(元)	20.53/8.22
市净率	4.35
股息率	0.36%
流通A股市值(百万元)	2690.5

基础数据: 2010年6月30日

每股净资产(元)	2.48
资产负债率%	76.20
总股本/流通A股(百万)	249.1/249.1
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

研究员

张旭

zhangxu@sxzq.com

联系人

张晓玲

0351-8686990

裴云鹏

010-82190379

peiyunpeng@sxzq.com

地址: 北京市大柳树路17号富海大厦808
山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

黑猫股份 (002068)

收入提升明显, 毛利下降突出, 未来增长可期

增持

维持评级

盈利预测:

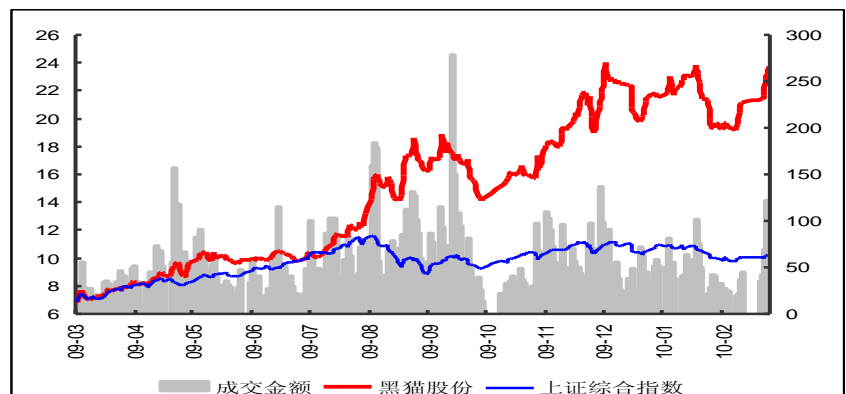
	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2009A	1862.67	1501.27	79.06	0.41	26.3
2010E	2960.69	2498.03	71.23	0.27	39.6
2011E	4002.28	3349.03	134.32	0.52	20.8
2012E	4977.74	4166.91	169.26	0.66	16.4

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- 2010年上半年公司实现营业总收入14.2亿元, 同比增长86.0%; 实现净利润3236.7万元, 同比增长66.45%。2010年上半年每股盈利0.126元。
- 黑猫股份目前总计具有18条炭黑生产线, 其中硬质炭黑12条, 软质炭黑6条; 合计产能46万吨/年。公司目前还有邯郸基地两期16万吨在建。邯郸一期总计2条生产线8万吨建设预计能够在2010年底前完工。据公司介绍邯郸二期建设开始前不会进一步铺建新基地。公司邯郸基地有可能会以软质生产线为主。
- 公司自2009年5月以来公司一直满负荷生产, 销售状况良好: 2010年上半年公司生产炭黑22.1万吨, 销售22.22万吨, 产销率100.54%。炭黑产品70%左右用于轮胎产业, 受益汽车产量维持高位和保有量的提升, 今明两年公司预计都能维持高景气, 产品市场应能维持。
- 公司主要原料炭黑油主要为煤焦油和乙烯焦油, 公司大致比重为85:15, 受制于钢铁产业开工率的降低, 公司原料焦油产品价格上升, 公司毛利率下降明显; 但我们认为公司是目前国内最大的炭黑生产厂商, 而且与主要的大型轮胎厂商的定价模型较为成熟, 目前利润下降来自于应对自身产能扩大和业内竞争的主动措施。
- 我们下调公司2010-2012年每股盈利至0.27、0.52、0.66元。鉴于公司为产业龙头、布局合理, 未来增长确定, 在20-25倍估值水准下维持“增持”评级。

一年内公司股价与大盘对比走势:





- **核心假设：**
 1. 至 2012 年，邯郸基地 16 万吨外不再有新产能、基地建设。
 2. 煤焦油、焦炉尾气（燃气）价格稳步上涨，公司至少能够在当前利润水平上有效实现价格转移。
 4. 销售费用支出在未来竞争激烈下将保持一定高度。
 5. 白炭黑生产示范规模不扩大。

- **风险提示：**
 1. 2010 年邯郸一期不能建成的风险。
 2. 原料油价格继续大幅波动向上的风险。
 3. 公司增发方案无法顺利进行的风险。



公司利润表（单位：百万元 币种：人民币）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,775.38	1,862.67	2,960.69	4,002.28	4,977.74
营业收入	1,775.38	1,862.67	2,960.69	4,002.28	4,977.74
其中：硬质湿法炭黑	1,241.78	1,355.89	2,157.19	2,999.08	3,722.54
软质湿法炭黑	363.55	328.43	526.75	736.35	918.36
焦油精制产品	118.60	104.79	161.62	225.78	282.51
尾煤气	40.33	53.79	85.36	30.86	41.36
其他业务收入	11.12	19.77	29.76	10.21	12.98
二、营业总成本	1,771.78	1,751.55	2,873.53	3,833.07	4,763.74
营业成本	1,501.27	1,501.27	2,498.03	3,349.03	4,166.91
其中：硬质湿法炭黑	1,035.23	1,095.09	1,822.83	2,504.23	3,115.76
软质湿法炭黑	302.42	268.04	446.16	616.32	766.83
焦油精制产品	122.31	87.87	146.27	200.95	250.02
尾煤气	38.28	45.06	75.01	24.89	30.97
其他业务成本	3.02	5.20	7.76	2.64	3.32
营业税金及附加	7.68	6.90	11.84	16.01	19.91
销售费用	107.08	132.75	208.89	279.56	344.22
管理费用	47.63	53.51	86.75	123.13	160.80
财务费用	69.69	51.32	53.22	45.33	47.01
资产减值损失	38.44	5.80	14.80	20.01	24.89
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.24	-0.42	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	2.36	110.71	87.16	169.20	214.00
加：营业外收入	5.60	4.26	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	8.58	9.72	1.00	1.00	1.00
五、利润总额	-0.63	105.25	90.16	172.20	217.00
减：所得税	-6.65	21.38	18.93	37.88	47.74
六、净利润	6.02	83.88	71.23	134.32	169.26
减：少数股东损益	3.14	4.81	3.12	4.60	5.06
归属于母公司所有者的净利润	2.89	79.06	68.11	129.72	164.20
七、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.02	0.41	0.27	0.52	0.66
（二）稀释每股收益	0.02	0.41	0.27	0.52	0.66

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。