

高成本低毛利格局仍要维持

中性首次评级

投资要点:

- 📖 产能处于扩张期, 2年内产能增长67%
- 📖 高成本压制了产品毛利率, 目前毛利率在20%
- 📖 短期内高成本低毛利格局仍要维持

报告摘要:

- **未来2年产能扩张。**公司目前产能是18万吨, 硬质是12万吨, 纯软质的是4万吨, 有2万吨可以互换, 预计到2011年底产能将达到30万吨。
- **原料采购具有一定优势, 运输半径60km。**公司的蒽油是从周边建涛河北焦化有限公司(香港独资)采购, 距公司60km, 煤焦油从新兴铸管(全包), 邯钢, 邢钢, 旭阳焦化, 鞍钢, 平均采购距离是60km, 库区煤焦油可存45000吨, 占地60亩, 可供45天使用。
- **尾气发电略增业绩。**目前尾气发电21MW, 全年15天检修, 自用45%左右, 目前上网电价是0.40元, 毛利率在50%左右。
- **成本高启压制产品毛利率。**目前煤焦油报价在3320元/吨, 蒽油报价在3500元/吨, 乙烯焦油报价在3300-3500元/吨, 由于成本高启, 炭黑目前的毛利率在20%左右, 明显下滑。
- **公司业绩与估值。**预计2010-2012年公司业绩分别为0.35、0.57、0.94元/股, 对应2010-2012年PE为41X、25X和15X。
- **投资建议。**公司产能虽然大幅扩张, 但目前成本高启, 而且钢厂减产将会促使煤焦油等原材料上涨, 虽然远期估值仍然具有优势, 但公司处于轮胎行业的上游, 而轮胎行业主要受物流行业影响, 从产业链上讲, 公司处于高成本, 需求放缓的情况, 暂时给予中性的投资评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	895	968	1,187	1,439	2,165
(+/-%)	42.77%	8.1%	22.6%	21.2%	50.4%
净利润(百万元)	31	6	69	114	189
(/-%)	-70.48%	125.9%	0.2%	64.7%	65.2%
每股收益(元)	0.15	0.35	0.35	0.57	0.94
市盈率(PE)	93.2	41.3	41.2	25.0	15.1

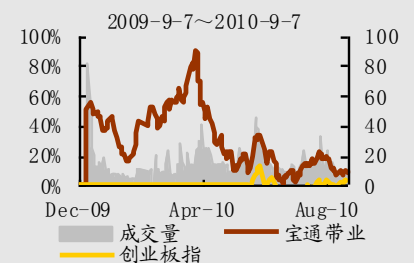
分析师

张延明/康铁牛/祖广平/柴沁虎

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	3480	
20100705	639	
20100630	511	

数据来源: 港澳资讯

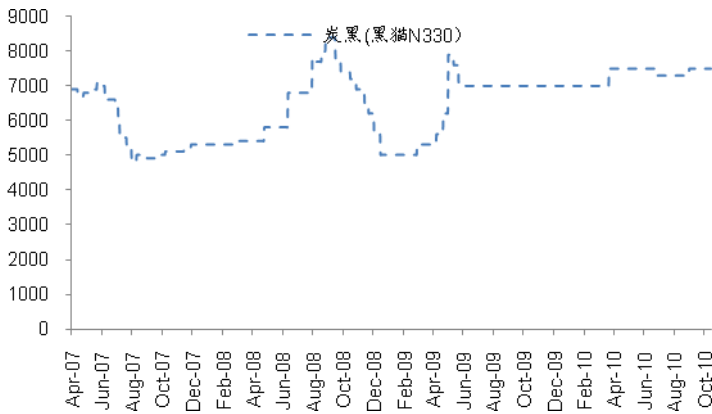
机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

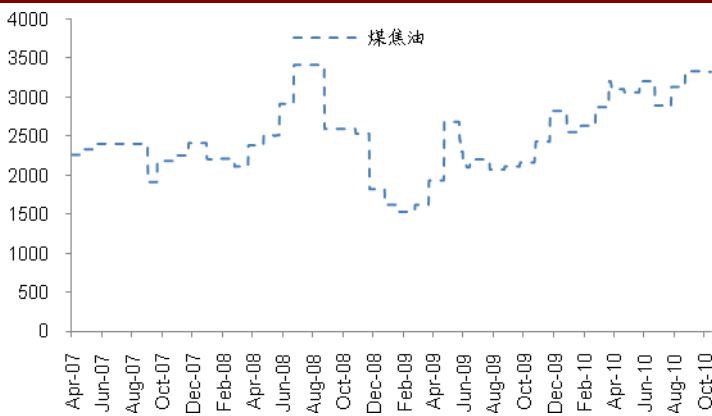
相关研究

图 1: 炭黑价格走势



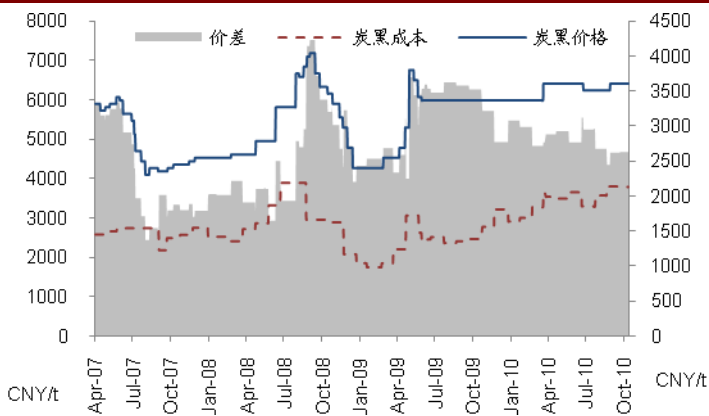
资料来源: 宏源证券

图 2: 煤焦油价格走势



资料来源: Wind

图 3: 炭黑价差走势



资料来源: 宏源证券

附件：财务模型

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	39	417	39	39	营业收入	968	1187	1439	2165
应收款项	345	423	513	771	营业成本	739	951	1138	1666
存货净额	103	135	161	236	营业税金及附加	7	8	10	15
其他流动资产	21	25	31	46	销售费用	65	77	94	141
流动资产合计	507	1001	742	1092	管理费用	31	37	44	66
固定资产	350	486	810	756	财务费用	35	23	23	30
无形资产及其他	32	31	30	29	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	0	0	0
资产总计	898	1527	1591	1886	营业利润	88	91	129	247
短期借款及交易性金融负债	382	382	391	574	营业外净收支	3	0	20	0
应付款项	31	40	48	70	利润总额	91	91	149	247
其他流动负债	31	40	48	70	所得税费用	21	21	35	58
流动负债合计	444	462	486	715	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	54	54	54	54	归属于母公司净利润	69	69	114	189
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	57	57	57	57	现金流量表 (百万元)				
负债合计	500	519	543	771	净利润	69	69	114	189
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(18)	(3)	0	0
股东权益	398	1008	1048	1114	折旧摊销	36	27	42	55
负债和股东权益总计	898	1527	1591	1886	公允价值变动损失	3	0	0	0
					财务费用	35	23	23	30
关键财务与估值指标					营运资本变动	(33)	(99)	(105)	(304)
每股收益	0.35	0.35	0.57	0.94	其它	18	3	0	0
每股红利	0.18	0.23	0.37	0.61	经营活动现金流	75	(2)	51	(61)
每股净资产	1.99	5.04	5.24	5.57	资本开支	(18)	(160)	(364)	0
ROIC	12%	9%	9%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	7%	11%	17%	投资活动现金流	(18)	(160)	(364)	0
毛利率	24%	20%	21%	23%	权益性融资	0	586	0	0
EBIT Margin	13%	10%	11%	13%	负债净变化	(66)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(37)	(45)	(74)	(123)
收入增长	8%	23%	21%	50%	其它融资现金流	114	0	9	184
净利润增长率	126%	0%	65%	65%	融资活动现金流	(91)	541	(65)	61
资产负债率	56%	34%	34%	41%	现金净变动	(34)	379	(379)	0
息率	1.3%	1.6%	2.6%	4.3%	货币资金的期初余额	73	39	417	39
P/E	41.3	41.2	25.0	15.1	货币资金的期末余额	39	417	39	39
P/B	7.2	2.8	2.7	2.6	企业自由现金流	109	(144)	(311)	(38)
EV/EBITDA	20.9	23.8	17.5	10.9	权益自由现金流	157	(162)	(320)	123

资料来源：公司资料和宏源证券预测

分析师简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，

需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。