

轮胎

芮定坤

0755-82026830

ruidingkun@cjis.cn

黑猫股份

002068

推荐

开工率产量增加，下半年新增产能释放

投资要点：

- 公司是炭黑行业龙头企业，市场份额约 11%。3 月下游轮胎行业产量同比增加 10%以上，带动炭黑行业开工率增加，**公司 3、4 月产量同比增加。**
- **炭黑需求和轮胎需求正相关**，分析了国内轮胎配套、出口、维修 3 个市场，我们预计 09 年行业需求增速在 5%左右，10 年在 10%左右。
- 炭黑比重轻，运输成本较高，因此销售的**最佳半径**是 500 公里左右。主要原料煤焦油的**最佳购进的半径**在 200 公里左右，因此行业区域性强；公司江西、辽宁、陕西**3 地布局的生产方式合理**，成本和销售具有优势。
- 09 年 5 月，公司在内蒙乌海新增 8 万吨产能投产，煤焦油原料价格低 300 元/吨，加上以煤气替代煤焦油做燃料，成本节省 400 元/吨，相当于毛利率提高约 6 个百分点，**乌海的投产增加公司销量和整体毛利率。**
- 由于整体上属于充分竞争，产能过剩的行业，长期来看公司毛利率恢复到 06 年 25%的可能性不大，但公司毛利率在 09-10 年有望恢复到 15%，主要原因是：宏观好转带动钢铁生产，炼焦企业开工率增加，副产品煤焦油供给增加，煤焦油（炭黑的原料）价格涨幅趋慢，而汽车行业受益宏观恢复和调整更为敏感和及时，炭黑产品价格涨幅较快，因此产品涨幅快于成本，加上产能增加，业绩增加。
- 预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.34、0.56 和 0.66，给与 10 年 20 倍市盈率计算，目标价 11，给与推荐评级。
- 公司股本较小，而期间费用高，EPS 对毛利率和期间费用变动非常敏感。毛利率变动 1%，EPS 变化 0.12 左右。业绩风险和弹性都比较大，我们会持续跟踪主要指标。

风险提示：宏观经济走势和公司管理风险。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1775	2070	2550	2700
同比(%)	29%	17%	23%	6%
归属母公司净利润(百万元)	3	54	90	105
同比(%)	-96%	1782%	65%	17%
毛利率(%)	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
ROE(%)	0.6%	9.5%	13.6%	13.8%
每股收益(元)	0.02	0.34	0.56	0.66
P/E	463.48	24.63	14.89	12.69
P/B	2.60	2.35	2.03	1.75
EV/EBITDA	14	9	7	6

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价： 11.00 元

当前股价： 9.46 元

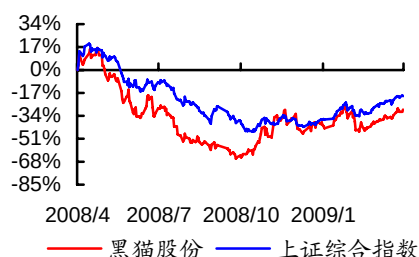
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2461.35
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	69
流通市值(亿)	7
EPS (TTM)	0.02
每股净资产(元)	3.43
资产负债率	68.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
黑猫股份	24.47	28.53	113.5
上证综合指数	7.90	22.76	29.83



相关报告

2009-04-03 《09 二季度投资策略-宏观和油价的 3 种情景分析看石化》

目 录

一、销量分析	3
1.1 行业分析:	3
1.2 公司分析: 3 地布局优势.....	5
二、毛利率分析: 决定于炭黑和煤焦油价差	5
三、下半年: 内蒙乌海新增产能的毛利率高	8
四、投资建议: 推荐	9
五、其他数据	11

图 目 录

图 1 炭黑主要下游行业	3
图 2 橡胶外胎产量和产量增速	4
图 3 焦炭产量增加, 同比降幅减小	6
图 4 焦炭产量和国内粗钢产量基本一致, 比例在 0.65-0.7	6
图 5 不同地区煤焦油价格最高价和最低价差在 300-600 元/吨.....	7
图 6 炭黑价格上涨到 7000 元/吨 (含税)	8
图 7 煤焦油价格上涨到 2500 元/吨 (含税)	8
图 8 整体毛利率下降	9
图 9 橡胶轮胎行业毛利率 (截止 2 月)	11
图 10 整个行业的负债率较高 (截止 2 月)	11

表 目 录

表 1 国内炭黑产量增速和汽车销量增速	4
表 2 国内炭黑宗产量和黑猫股份市场份额	5
表 3 毛利率变化对 10 年 EPS 的影响	10

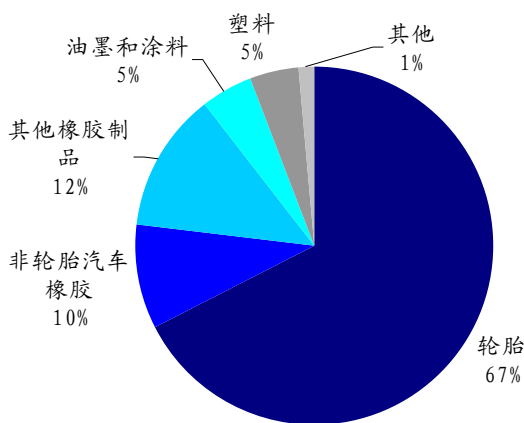
一、需求分析

1.1 行业需求分析:

黑猫股份是生产炭黑的龙头企业，市场份额约 11%。

炭黑主要用于橡胶制品，其中 60%-65%是轮胎用橡胶。下游需求如下：

图 1 炭黑主要下游行业



资料来源：中投证券研究所

需求影响因素分析:

分析主要下游后可以看出：炭黑需求和轮胎需求正相关，国内轮胎销售主要分 3 块：配套、出口、维修。

配套是指新销售配套给汽车的轮胎，增速和每年汽车、工程车的产量增速一致；按汽车行业分析师的预计，如果宏观经济逐步好转，全年这一块的增速 09 年在 6% 左右（详见下表）。

维修是指保有量市场，也就是保有车辆需要替换轮胎的消耗。一般情况下配套轮胎与替换轮胎需求比是 3: 7, 国内一般是 4: 6。

2007 年底全国民用汽车保有量 4358 万辆，同比增长 17%。08 年同比增长 10%。因此未来这个市场相对来讲是更大的，需求刚性较强，未来由于 4 万亿建设工程逐步开工，带动工程车对轮胎的消耗增加，维修市场的需求增长相对确定，我们预计全年同比增长。

出口这一块的需求判断有一定不确定性，欧洲和美国的汽车需求下降明显，但是我们分析过了，维修市场比配套更大，国内一些企业针对的主要是维修市场，影响不大，另外国内轮胎企业通过调整出口结构（出口非洲、印度）可以增加销售，中国的轮胎主要是中低端产品，受经济危机影响比高端轮胎小，而且在一定情景下由于价格低会对中端产品产生一定的挤出效应。

总体来看，我们倾向于认为，出口全年略下降。

下表总结了国内炭黑历史和预测的产量、产量增长率、消费增长率和汽车销量增长率。（可以看出汽车销量和炭黑的相关性。）

表 1 国内炭黑产量增速和汽车销量增速

炭黑	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
产能(万吨)							325			
产量(万吨)	76	87	102	138	161	185	230	240		
产量增长率	23.1%	12.5%	18.7%	34.6%	17.5%	15.0%	24.2%	4.3%	5%	5%
消费量增长率	22.6%	12.8%	14.6%	28.0%	14.6%	15.4%	21.6%	5.7%	5%	5%
汽车销量增长率	13.3%	38.4%	34.2%	15.5%	13.5%	25.3%	21.8%	6.5%	6%	10%

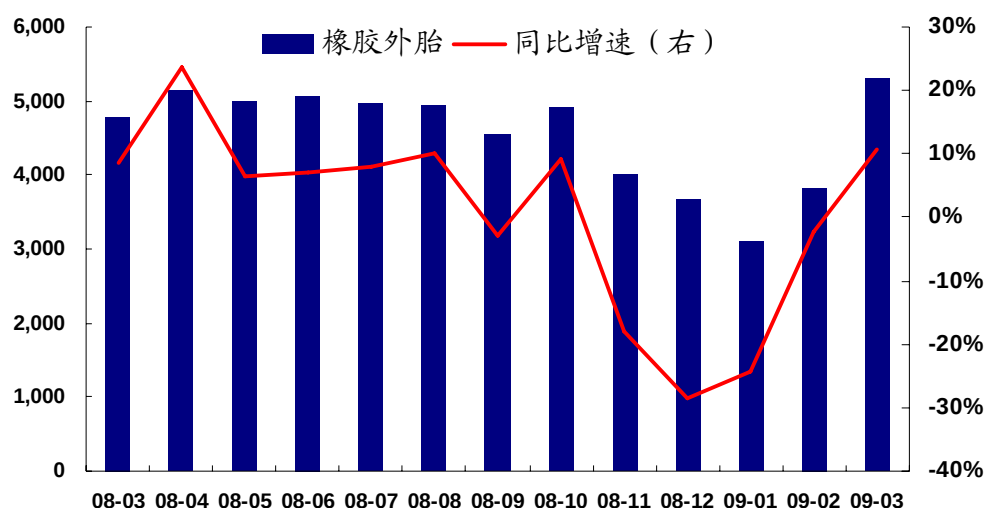
资料来源：橡胶协会、公开数据、炭黑网、中投证券研究所

全年来看，我们预计 3 个市场内加总全年轮胎和炭黑的销售同比增速从 20%下降到 5%左右。

目前来看，销售数据相对 1、2 月有较大的反弹：国内橡胶外胎的产量在连续 4 个月同比下降后 3 月同比增加 10.7%。

从我们调研的结果来看，轮胎企业比较集中的地区比如山东，目前的炭黑供不应求，下游需求好转，而炭黑生产由于煤焦油原料供应不足很多小企业开工率低供应不上，因此部分地区龙头企业的**订单已经排到 6 月**。黑猫股份 3 月销售约 2.5 万吨，4 月按订单预计达到 2.8 万吨，库存全部销售。

图 2 橡胶外胎产量和产量增速 单位：万吨



资料来源：Wind、中投证券研究所

1.2 公司需求分析：3 地布局优势

炭黑产品比重轻，运输成本较高，因此销售的最佳半径是 500 公里左右。吨公里运费在 0.33 元左右。

炭黑的主要成本煤焦油（占 80%）运输成本也较高，而且是炼焦的副产品，所以供应较少，价格直接受供应量影响，煤焦油的最佳购进成本半径在 200 公里左右。

黑猫股份有 3 个生产厂，在江西景德镇、陕西韩城市和辽宁朝阳市，相当于在东部地区从北到南覆盖，因此布局相对合理，可以减少销售的运输成本，辐射周边的轮胎企业，同时采购煤焦油相对容易，可以建立长期采购协议，优先采购。这一合理布局在经济好，炭黑销售没有问题时体现的不明显，而在行业从周期低点恢复时，会有一定优势。从日本和美国的经验来看，每次经济危机后，先走出来的都是子行业龙头企业，市场份额有可能增加。

从销售上说，江西可辐射安徽佳通、福建佳通、厦门正新、浙江中策、珠江轮胎等企业，陕西公司可辐射河南风神轮胎、西安佳通轮胎等，辽宁可辐射山东三角轮胎、天津正新、米其林轮胎、韩泰轮胎、普利司通和黑龙江桦林佳通等。

从原料采购上说，韩城黑猫所在地半径 200 公里内有大型焦化厂 20 余家，煤焦油产量多，综合来看，原料供应也有一定优势。

炭黑行业集中度相对较低，黑猫的市场份额从 04 年 8.1% 增加到 10.7%，主要竞争对手河北龙星约为 5.82%、台湾中橡约为 5.27%、苏宝化约为 4.11%。

未来如果具有成本优势的内蒙古乌海项目产量释放，市场份额可能进一步提高。

表 2 国内炭黑总产量和黑猫股份市场份额 单位：万吨

炭黑	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
国内产量（万吨）	76	87	102	138	161	185	230	240	252	265
黑猫产量（万吨）				11	15	18	24	26	32	35
市场份额				8.1%	9.3%	10.0%	10.3%	10.7%	12.7%	13.2%

资料来源：Wind、公司历年年报、中投证券研究所

二、毛利率分析：决定于炭黑和煤焦油价差

需求分析后，我们主要看公司毛利率的变化。

炭黑原料主要为煤焦油（油价很低的时候也用原油合成的乙烯油，蒽油），煤焦油在成本里两部分，一是做原料，约占 70%，二是做燃料，约占 8-10%。

每吨炭黑用 1.8-2 吨煤焦油。

煤焦油价格和 4 个因素有关：

1、煤：煤焦油是煤的副产品，吨煤产成 3%煤焦油；大中型焦化企业煤焦油回收率平均 3.39%；

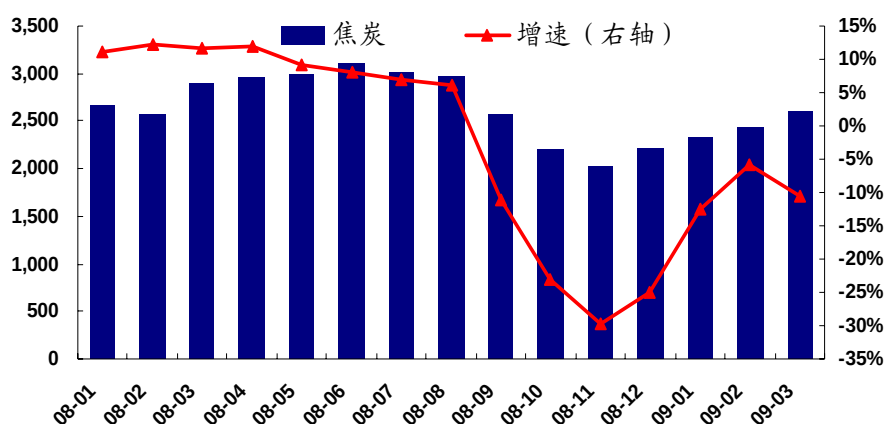
2、油：油价影响化工品价格和燃料油价格，而煤焦油有 30%用作煤化工，10%左右用作燃料，因此如果油价很低，煤焦油需求会增加，煤焦油比燃料油便宜的时候，会增大用煤焦油做燃料的用量，影响价格；

3、炼焦行业开工率：

炼焦行业开工率高，市场供应增加价格会降，供给不足价格较高，目前煤焦油价格上涨和碳黑需求增加有关，也和炼焦企业开工率低有关；

国内焦炭 1 季度产量环比增加，同比产量仍然下降，但降幅减小。

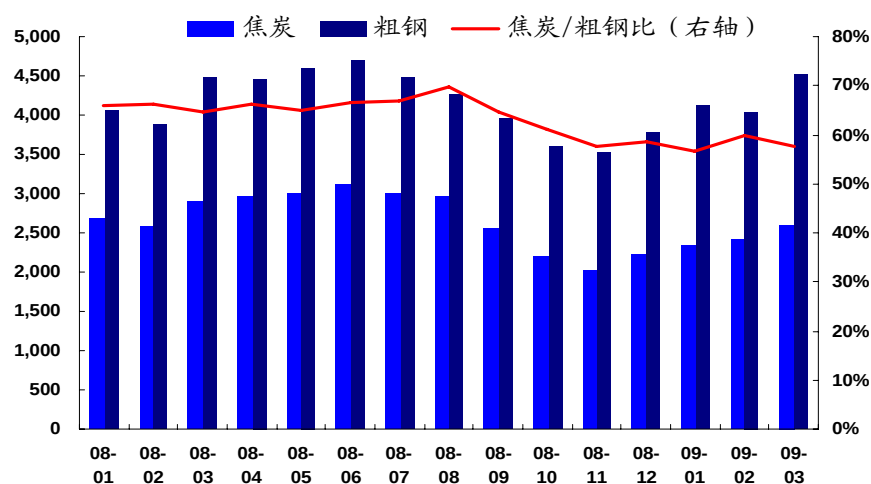
图 3 焦炭产量增加，同比降幅减小 单位：万吨



资料来源：Wind、中投证券研究所

我们分析了国内焦炭产量和粗钢产量，基本走势一致，产量的比例在 0.65-0.7 之间。焦炭生产主要用于钢铁，不考虑出口变化，这一比例合乎逻辑。

图 4 焦炭产量和国内粗钢产量基本一致，比例在 0.65-0.7 单位：万吨



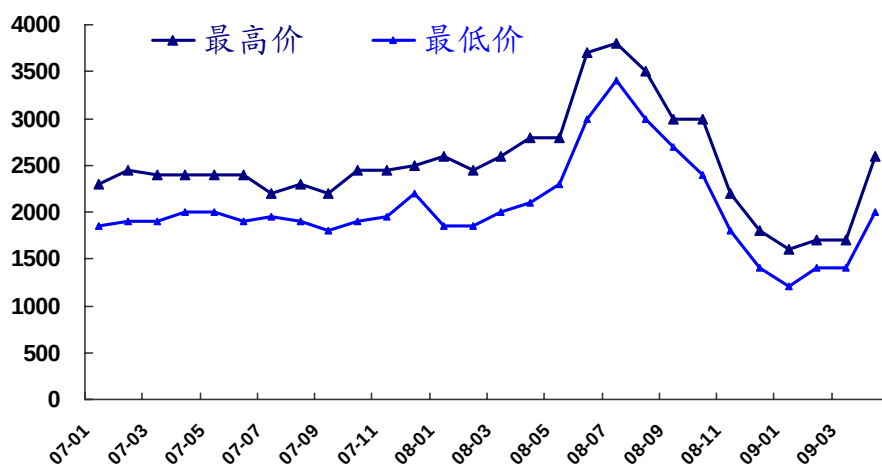
资料来源：Wind、中投证券研究所

如果未来钢铁生产有所恢复，我们预计 09 年底至 10 年，焦炭产量随钢铁产量同比增加，煤焦油的供应增加，价格虽然会随着下游炭黑产品涨价同步向上，但供求关系缓解会拉大炭黑行业毛利率。

4、地域：煤焦油的运输要用油罐车，所以导致一个问题：运输只能单程，回程没法运，所以相对成本高，内蒙古煤焦油比华南价格低 300 元/吨左右，主要原因是运输成本较高。

黑猫在内蒙乌海的项目投产后，由于在煤焦油上节省了成本，毛利率有所提高。

图 5 不同地区煤焦油价格最高价和最低价差在 300-600 元/吨 单位：元/吨



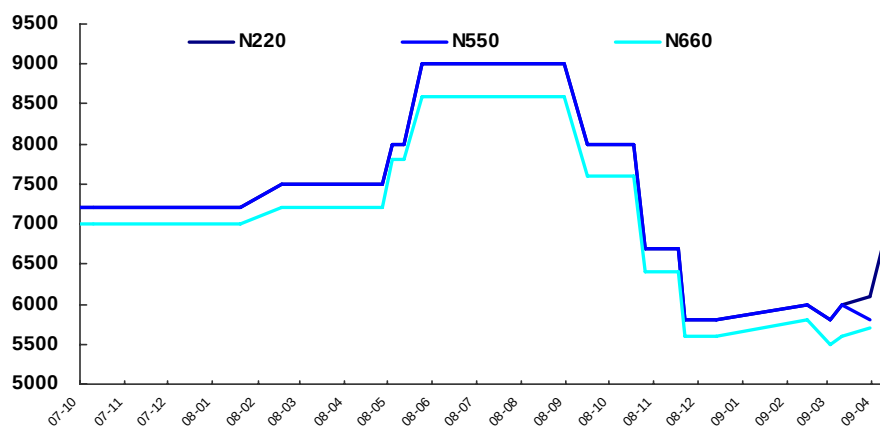
资料来源：隆众石化网、中投证券研究所

对于产品和成本价差，由于炭黑行业较小，很难拿到准确的历史价格数据，从目前的数据看，炭黑价格(N220)在 4 月从 6100 元上涨到 4 月 22 日的 7000 元/吨，而煤焦油价格相应上涨到 2500 元/吨，价差基本上和 2 月份差别不大，但是由于开工率大幅增加（2 月产量 1.5 万吨，3 月 2.5 万吨），因此实际单位产量的折旧和费用下降（行业费用率较高），毛利率上升到 10%左右。

短期内，由于煤焦油供应仍然紧张，原料价格会随产品炭黑价格上涨。开工率达到 100%后毛利率再增加的空间短期不大。

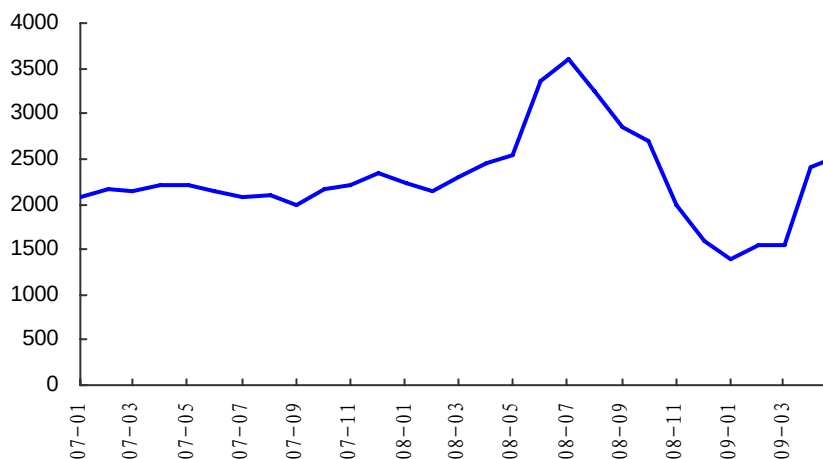
我们认为：由于整体上属于充分竞争，产能过剩的行业（如果国家不整顿小产能），因此长期来看，毛利率恢复到 06 年 25%的可能性不大，但是我们认为：宏观经济在恢复的过程中，会有一个区间内，公司毛利率和盈利上升，主要是因为：宏观好转带动炼焦开工率，副产品增加供给，煤焦油价格受供需变化影响涨幅趋慢，而汽车行业受益宏观恢复更为敏感和及时，产品价格涨幅会较快，而且产品成本和收入都增加的情况下，如果毛利率下降不多，总的利润额增加。

图 6 碳黑价格上涨到 7000 元/吨（含税） 单位：元/吨



资料来源：隆众石化网、中投证券研究所

图 7 煤焦油价格上涨到 2500 元/吨（含税） 单位：元/吨



资料来源：隆众石化网、中投证券研究所

三、下半年：新增产能投产增加毛利率和销量

公司目前具有江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳三个生产基地。江西产能 13 万吨，陕西韩城产能 11 万吨，辽宁朝阳产能 6 万吨，总产能 30 万吨。

根据公司 2 月 21 日发布的公告，公司已完成乌海黑猫的增资扩股工作，占乌海黑猫注册资本 90%。乌海黑猫设计产能 16 万吨，一期 8 万吨产能将于 2009 年 5 月投产。

煤焦油的运输成本较高问题，由于内蒙古煤产业基地多，考虑到运输成本，煤焦油比其他地区低 200-300 元/吨，加上内蒙古可以用煤气替代煤焦油做燃料动力，在煤焦油价格在 2000 元/吨时，乌海煤气是 0.25 元/方，用煤气替代煤焦油做燃料每吨节省 200-300 元。

综合下来，内蒙古地区生产成本每吨低 400-600 元/吨，如果考虑到碳黑生产后运出的成本较高，按 0.33 元/吨公里计算，比正常的销售半径 500 公里多出约 100 元/吨左右（公司预计多出约 50 元/吨）。综合毛利仍然高出 400 元/吨左右，假设价格在 6000 左右，毛利率高约 6 个百分点。

其他公司短期内复制内蒙模式的可能性小

由于原料煤焦油实际上是一种炼焦副产品，量很少，一个地区的量是有限的，公司进入内蒙后，新建了一个 16 万吨产能的项目，基本上从需求讲，已经用了很大比例当地的煤焦油资源，外地运输又不经济，因此其他企业短期内进入内蒙意义不大，除非是恶性竞争，对各方没有好处。从投入计划上看，09-10 年内，第 2 和第 3 名的台湾中橡和卡博特都没有内蒙扩产计划。

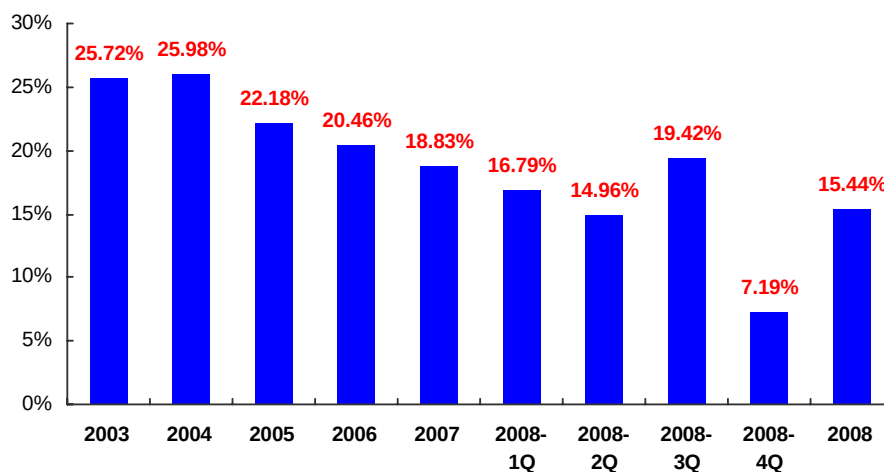
近年来内蒙古焦炭产量增速明显高于国内平均增长速度，2006 年产量达到了 1503 万吨，同比增长 22.9%，占国内焦炭产量的比重从 03 年的 3.24% 提高到 5.36%。

四、投资建议：推荐

由于行业整体上属于充分竞争，产能过剩的行业，因此长期来看，从 03 年以来毛利率下降。

08 年 4 季度主要是库存减值和销售停滞的原因。目前毛利率预计在 10% 左右。

图 8 整体毛利率下降 单位：%



资料来源：中投证券研究所

但是我们认为：宏观经济在恢复的过程中，**会有一个区间，公司的毛利率和盈利上升，也就是有一个窗口期，主要原因是：**宏观好转带动炼焦开工率，副产品增加供给，煤焦油价格受供需变化影响涨幅趋慢，而汽车行业受益宏观恢复和调整更为敏感和及时，产品价格涨幅会较快。

加上内蒙乌海项目毛利率较高，公司整体毛利率 10 年有望恢复到 15% 左右。

总结来说：小行业的龙头公司在产业链间利润调整的过程中得到阶段性盈利增长，而公司股本小，因此 EPS 有一个相对明显的变化。

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.34、0.56 和 0.66，给与 10 年 20 倍市盈率计算，目标价 11，给与推荐评级。

敏感性分析：

公司股本较小，而期间费用较高，毛利率和期间费用对 EPS 影响非常敏感。

毛利率变动 1%，EPS 变化 0.12 左右。

表 3 毛利率变化对 10 年 EPS 的影响 单位：元

毛利率	13%	14%	15%	16%	17%
10 年 EPS	0.32	0.44	0.56	0.68	0.80

资料来源：中投证券研究所

另外财务费用较大，公司短期负债 5.8 亿左右，股本在 1.6 亿左右，因此短期负债乘以资金成本除以股本为财务费用，利率变化 1 个百分点，财务费用减少 400 万，相当于 0.02。

另外，销售费用为 1 亿左右，因此未来增加和减少对于 EPS 也有较大影响。

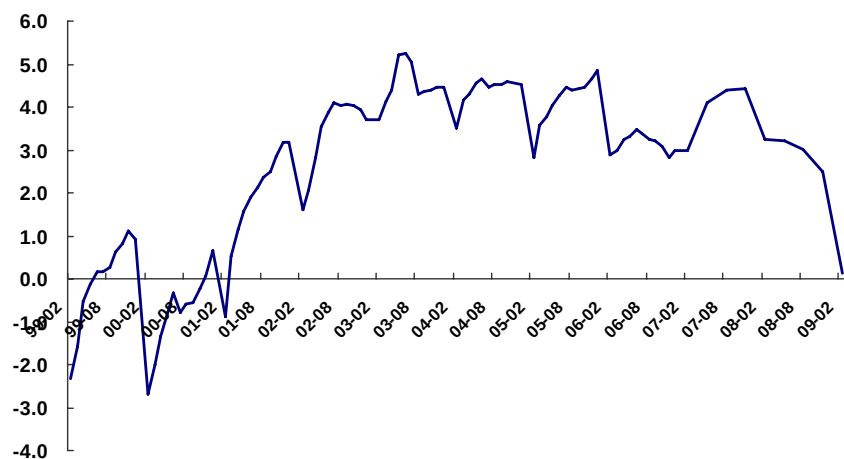
公司业绩对 3 费比较敏感，**业绩风险和弹性都比较大**，我们会持续跟踪主要指标。

风险提示：

1. 宏观经济影响产品需求和价格。
2. 煤焦油价格受炼焦行业景气度影响。
3. 公司 1 季报和半年报盈利水平较差。由于 1、2 月销量很差，1 季报亏损的可能性大。

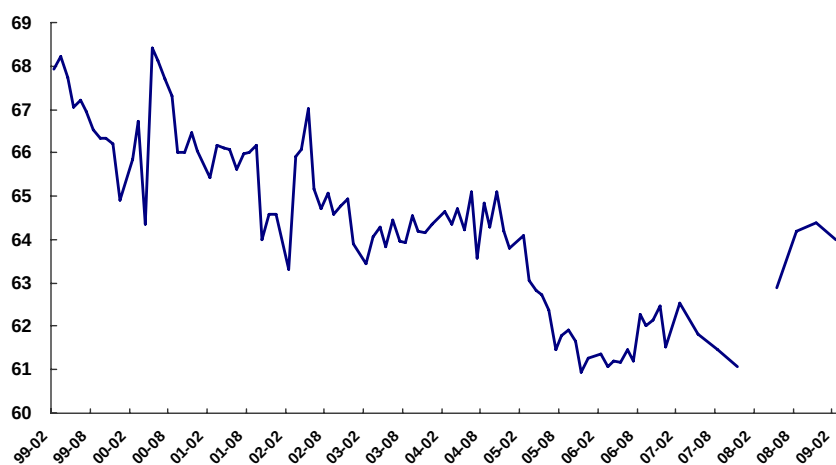
五、其他数据

图 9 橡胶轮胎行业毛利率 样本约 3000 家企业（截止 2 月） 单位：%



资料来源：Wind、中投证券研究所（样本约 3000 家企业）

图 10 整个行业的负债率较高 样本约 3000 家企业（截止 2 月） 单位：%



资料来源：Wind、中投证券研究所（样本约 3000 家企业）

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	897	1394	1499	1628	营业收入	1775	2070	2550	2700
现金	272	331	408	432	营业成本	1501	1760	2168	2295
应收账款	330	488	487	520	营业税金及附加	8	7	9	10
其它应收款	17	27	33	35	营业费用	107	120	135	135
预付账款	27	54	60	62	管理费用	48	48	56	60
存货	146	294	278	323	财务费用	70	59	58	55
其他	104	200	231	256	资产减值损失	38	0	0	0
非流动资产	860	1013	1147	1077	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	2	1	1	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	538	761	926	910	营业利润	2	76	124	145
无形资产	51	66	82	100	营业外收入	6	2	2	2
其他	270	184	138	66	营业外支出	9	4	4	5
资产总计	1757	2407	2646	2704	利润总额	-1	73	121	142
流动负债	1156	1765	1897	1832	所得税	-7	10	16	19
短期借款	582	1139	1143	1028	净利润	6	64	106	124
应付账款	155	182	223	237	少数股东损益	3	10	16	19
其他	419	444	531	567	归属母公司净利润	3	54	90	105
非流动负债	51	29	29	29	EBITDA	122	191	258	288
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.02	0.34	0.56	0.66
其他	31	9	9	9					
负债合计	1206	1793	1926	1861	主要财务比率				
少数股东权益	35	45	60	79	会计年度				
股本	160	160	160	160	成长能力	28.6%	16.6%	23.2%	5.9%
资本公积	201	201	201	201	营业收入	-97.4%	3110.1	63.5%	17.0%
留存收益	154	208	298	404	营业利润	-96.1%	1781.6	65.5%	17.3%
归属母公司股东权益	515	569	659	765	归属于母公司净利润				
负债和股东权益	1757	2407	2646	2704	获利能力	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
					毛利率	0.2%	2.6%	3.5%	3.9%
					净利率	0.6%	9.5%	13.6%	13.8%
					ROE	7.9%	9.3%	12.2%	13.6%
					ROIC				
					偿债能力	68.7%	74.5%	72.8%	68.8%
					资产负债率				
					净负债比率	0.78	0.79	0.79	0.89
					流动比率	0.62	0.62	0.64	0.71
					速动比率				
					营运能力	1.08	0.99	1.01	1.01
					总资产周转率	5	5	5	5
					应收账款周转率	11.22	10.43	10.70	9.98
					应付账款周转率				
					每股指标 (元)	0.02	0.34	0.56	0.66
					每股收益 (最新摊薄)	2.68	-1.37	2.19	1.34
					每股经营现金流 (最新摊薄)	3.21	3.55	4.11	4.77
					每股净资产 (最新摊薄)				
					估值比率	463.48	24.63	14.89	12.69
					P/E	2.60	2.35	2.03	1.75
					P/B	14	9	7	6
					EV/EBITDA	28.6%	16.6%	23.2%	5.9%

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、烟台万华、黑猫股份、路翔股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434