

黑猫股份(002068)**规模、成本、布局优势，打造我国炭黑旗舰**

✍ 魏涛

☎ 0755-23976212

✉ weitao@gtjas.com

➤ 乌海基地盈利能力强，2010年业绩大幅增长。

本报告导读：**投资要点：**

- 公司是国内炭黑龙头企业，目前拥有景德镇、韩城、朝阳、乌海四个生产基地，合计 38 万吨炭黑生产能力，2008 年公司生产炭黑 25.79 万吨，销售 25.63 万吨，销量排名国内前三位。
- 公司炭黑 4 月销售明显好转，5 月开始满负荷生产，这种满产满销的状态一直保持到当前，6 月 18 日乌海 8 万吨生产线投产后，7 月即实现满负荷产销，目前公司炭黑月销量可达到 3.3 万吨。
- 轮胎出口月度数据显示，2008 年 12 月我国轮胎出口同比下降达到 30.6%，之后逐步回升，到今年 6 月单月出口同比下降 6.6%，出口同比降幅已显著收窄。下半年欧美汽车市场将继续复苏，我国轮胎出口量有望恢复至正增长，将对炭黑需求形成有力支撑。
- 二季度以来，国内钢铁行业开工率上升，钢价持续上涨，带动焦化企业提升开工率，使煤焦油供应量增加。下半年地产新开工上升将加大对钢材的需求，焦化行业开工率也将继续提升，煤焦油的供应也将更加充足，有利于稳定煤焦油价格。
- 乌海焦化企业众多，拥有丰富的煤焦油资源，乌海黑猫与泰和煤焦化公司建立循环产业链，相比公司其他几个基地拥有不可比拟的成本优势。按照目前的产品、原料价格，及月销 6000 多吨测算，公司乌海子公司毛利率为 28% 左右，单月净利润可达 500 万元。
- 我们预测公司 2009—2011 年 EPS 分别为 0.49、0.89、1.12 元，PE 估值显著低于化工板块 2010 年平均 20 倍左右的水平，给予“增持”评级。公司盈利对炭黑价格敏感性高，假设成本不变，炭黑年均售价每上涨 100 元/吨，则增加 2010 年 EPS 0.12 元。

首次评级： 增持

上次评级：

目标价格： ¥ 18.00

上次预测：

当前价格： ¥ 12.55

2009.08.13

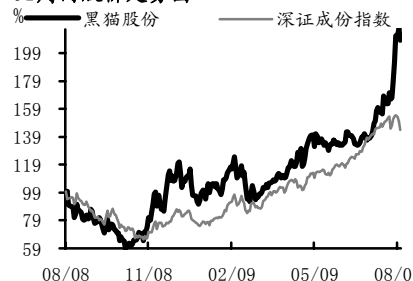
交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.25 ~ 13.65
总市值 (百万元)	2,457
总股本/流通 A 股 (百万股)	192/83
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.43
日均成交量 (百万股)	4.5
日均成交值 (百万元)	37.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	515.01
每股净资产	3.21
市净率	3.9
资产负债率	68.7%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.07	-0.03
Q2	0.07	0.12
Q3	0.18	0.18
Q4	-0.30	0.22
全年	0.02	0.49

52 周内股价走势图

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,381	1,775	1,815	2,527	2,999
(+/-)%	30.5%	28.6%	2.2%	39.2%	18.7%
经营利润 (EBIT)	132	69	187	297	358
(+/-)%	25.4%	-47.6%	170.2%	59.4%	20.3%
净利润	74	3	94	171	215
(+/-)%	29.2%	-96.1%	3173.5%	81.5%	25.4%
每股净收益 (元)	0.38	0.02	0.49	0.89	1.12
每股股利 (元)	0.025	0.025	0.10	0.20	0.20

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011A
经营利润率 (%)	9.5%	3.9%	10.3%	11.8%	11.9%
净资产收益率 (%)	14.7%	0.6%	15.9%	23.4%	23.5%
投入资本回报率 (%)	12.7%	6.9%	22.3%	34.1%	40.2%
EV/EBITDA	28.7	32.7	15.9	10.7	10.6
市盈率	32.7	696.6	25.5	14.1	11.2
股息率 (%)	0.4%	0.2%	0.8%	1.6%	1.6%

升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	50.9	48.1	108.0
相对指数	47.0	20.7	58.1

模型更新时间: 2009.08.07

股票研究

石化工业

化学原料及化学制品制造业

黑猫股份(002068)

首次评级: **增持**

上次评级:

目标价格: **¥ 18.00**

上次预测:

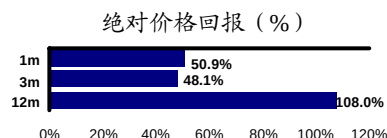
当前价格: **¥ 12.55**

公司网址:

www.jx-blackcat.com

公司简介

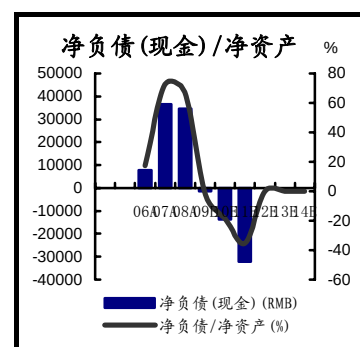
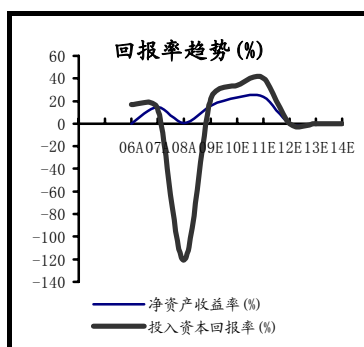
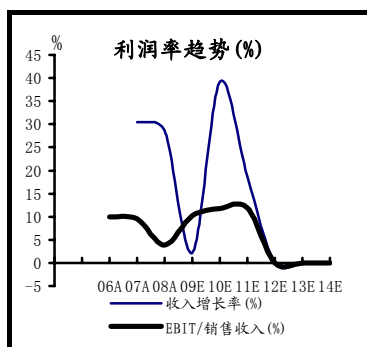
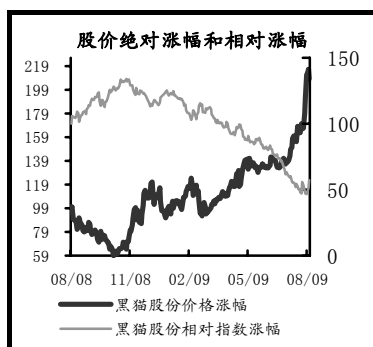
公司地处江西景德镇,是国内最大的炭黑生产企业,合计产能38万吨,拥有景德镇、韩城、朝阳、乌海4个生产基地,布局完善,成本优势突出。



52 周价格范围 4.25~13.65
市值 (百万) 2,457

财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	1,058	1,381	1,775	1,815	2,527	2,999
营业成本	842	1,121	1,501	1,448	1,999	2,376
税金及附加	3	4	8	8	11	13
营业费用	73	97	107	122	159	183
管理费用	22	26	48	51	61	69
EBIT	105	132	69	187	297	358
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-11	-124	0	0	0
财务费用	31	40	70	51	60	60
营业利润	81	90	2	130	236	295
所得税	6	8	-7	28	52	65
少数股东损益	12	11	3	6	12	15
净利润	57	74	3	94	171	215
资产负债表						
货币资金、交易性金融	338	232	272	145	155	420
其他流动资产	527	753	624	643	866	1,002
长期投资	2	2	0	0	0	0
固定资产合计	391	524	795	602	595	635
无形及其他资产	25	23	51	50	49	47
资产合计	1,287	1,539	1,757	1,443	1,667	2,107
流动负债	719	910	1,156	776	849	1,091
长期负债	53	47	29	10	10	10
股东权益	447	503	515	593	733	916
投入资本(IC)	604	955	927	654	680	693
现金流量表						
NOPLAT	104	121	(1,117)	146	232	279
折旧与摊销	0	1	47	52	58	1
流动资金增量	(116)	(220)	326	79	(35)	26
资本支出	(75)	(133)	(345)	142	(50)	(40)
自由现金流	(87)	(231)	(1,089)	419	205	266
经营现金流	0	(91)	496	289	268	319
投资现金流	0	(136)	(384)	137	(52)	(42)
融资现金流	0	330	131	(553)	(206)	(12)
现金流净增加额	0	103	243	(127)	10	265
财务指标						
成长性						
收入增长率		30.5%	28.6%	2.2%	39.2%	18.7%
EBIT 增长率		25.4%	-47.6%	170.2%	59.4%	20.3%
净利润增长率		29.2%	-96.1%	3173.5%	81.5%	25.4%
利润率						
毛利率	20.5%	18.8%	15.4%	20.2%	20.9%	20.8%
EBIT 率	9.9%	9.5%	3.9%	10.3%	11.8%	11.9%
净利率	5.4%	5.3%	0.2%	5.2%	6.8%	7.2%
收益率						
净资产收益率(ROE)	!	14.7%	0.6%	15.9%	23.4%	23.5%
总资产收益率(ROA)	4.4%	4.8%	0.2%	6.5%	10.3%	10.2%
投入资本回报率	17.2%	12.7%	-120.5%	22.3%	34.1%	40.2%
运营能力						
存货周转天数	56	54	40	36	31	33
应收账款周转天数	72	75	67	71	61	66
总资产周转天数	373	374	339	322	225	230
净利润现金含量	0.00	(1.23)	171.69	3.06	1.56	1.49
资本支出/收入	7%	10%	19%	-8%	2%	1%
偿债能力						
资产负债率	60.0%	62.2%	68.7%	56.0%	52.8%	53.3%
净负债率	17.6%	72.8%	67.4%	-2.2%	-18.7%	-35.2%
估值比率						
PE		32.7	696.6	25.5	14.1	11.2
PB		2.2	3.9	1.9	1.5	1.2
EV/EBITDA		28.7	32.7	15.9	10.7	10.6
P/S	1.06	0.81	1.13	1.11	0.80	0.67
股息率		1.7%	1.7%	0.8%	1.6%	1.6%



1. 公司简介

黑猫股份是国内炭黑龙头企业，目前拥有景德镇、韩城、朝阳、乌海四个生产基地，合计 38 万吨炭黑生产能力，其中乌海 8 万吨产能为今年 6 月 18 日正式投产。2008 年公司生产炭黑 25.79 万吨，销售 25.63 万吨，销量排名国内前三位。

表 1: 公司本部及子公司产能分布、产品品种情况

单位: 万吨

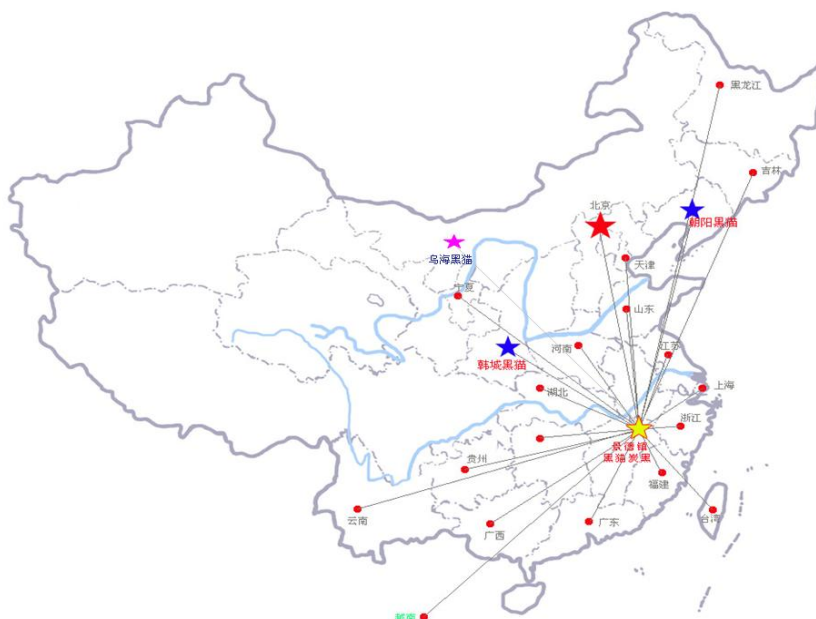
	持股比例	生产线(条)	产能	权益产能	产品品种
景德镇	100%	6	13	13	7 万吨硬质、5 万吨软质、1 万吨特种
陕西韩城	96%	5	11	10.56	8.5 万吨硬质、2.5 万吨软质
辽宁朝阳	80%	3	6	4.8	4 万吨硬质、2 万吨软质
内蒙古乌海	90%	2	8	7.2	4 万吨硬质、4 万吨软硬可调
合计		16	38	35.56	23.5 万吨硬质、13.5 万吨软质、1 万吨特种

表 2: 公司本部及子公司原材料、燃料、尾气处理情况

	原材料	燃料	尾气处理
景德镇	煤焦油、蒽油、乙烯焦油	煤焦油	出售给大股东做焦炉燃料
陕西韩城	煤焦油、蒽油	煤气或煤焦油	发电(1.2MW, 上网电价 0.26 元/度)
辽宁朝阳	煤焦油、蒽油	煤焦油	发电(0.7MW, 上网电价 0.45 元/度)
内蒙古乌海	煤焦油、蒽油、乙烯焦油	煤气	发电(3MW, 上网电价 0.2X 元/度)

资料来源: 财务报告、国泰君安证券

经过多年布局，公司已建成 4 个生产基地，其中景德镇基地覆盖中部、南部地区市场，韩城、乌海基地覆盖西北市场、朝阳基地覆盖东北市场。客户包括国际知名轮胎的中国公司：米其林、普利司通、固特异、锦湖、韩泰和佳通等；台资轮胎企业：正新、深圳建泰、昆山建大、安固、泰丰、华丰等；国内轮胎企业：朝阳（杭州）、三角（山东）、风神（河南）、前进（贵州）、双星（青岛）、成山（山东）、首创（北京）、万力、华南（广东）、双钱（上海）等六十余家客户。



2. 炭黑行业分析

炭黑是橡胶补强剂，主要用于轮胎制造，是仅次于橡胶的第二大原材料，炭黑重量约占轮胎总重量的 21~23%，部分轿车胎中炭黑重量占比能达到 25~30%。根据世界范围统计，橡胶用炭黑占炭黑总量 89.5%，其中轮胎用量占 67.5%，非轮胎汽车橡胶制品用占 9.5%，其他橡胶制品用占 12.5%。非橡胶用炭黑占总量的 10.5%，主要用于油墨、涂料、塑料等领域。可见 77% 的炭黑用于汽车相关领域，这就决定了炭黑需求主要受轮胎、汽车消费影响。

2.1. 国际炭黑市场——向亚太转移

2.1.1. 欧美需求增长缓慢，亚太需求增长强劲

2006 年全球炭黑产能约 1020 万吨，近两三年欧、美部分生产线关闭，而亚太地区产能增长较快，仅我国炭黑产能就增加了 100 万吨，估算目前全球炭黑产能应在 1100-1200 万吨，其中美洲、欧洲产能占据全球产能 1/2，我国炭黑产能占全球 28% 左右。近十年来，国际轮胎产业逐步从欧美向拥有资源、人力成本优势的亚太地区转移，带动轮胎主要原料炭黑产业也跟随转移。作为产业转出方的欧美市场多年来炭黑需求增长缓慢甚至呈现萎缩态势，而作为产业转入方的亚太地区炭黑需求则快速增长。根据美国《橡胶世界》预测，亚太（不包括日本）将成为炭黑需求增长最强劲的地区，其中中国、印度增长最快，到 2011 年亚太地区炭黑消耗量将占据全球半壁江山；而发达国家需求增长则将显著低于平均水平。

表 3：2006 年世界炭黑产能分布

地区及生产商	产能（万吨）	地区及生产商	产能（万吨）
北美		南美	
美国		阿根廷	8
卡博特	44	巴西	36
德固赛工程炭	40.5	哥伦比亚	6
理查德森炭黑	37.5	委内瑞拉	7
大陆炭	30.5	中东/非洲	
哥伦比亚化学	27.5	埃及	20
加拿大		伊朗	8
卡博特	11	南非	6.5
哥伦比亚化学	11	土耳其	4
坎卡博	4.5	亚太地区	
墨西哥努莫	12	澳大利亚	4.5
西欧		中国	
法国	24.5	大陆	210
德国	29	台湾	10
意大利	24.5	印度	57.5
荷兰	15.5	印度尼西亚	15
葡萄牙	3.5	日本	
西班牙	6	东海炭	21.5
瑞典	4.5	三菱化学	15.5
英国	17.5	昭和卡博特	14.5
中欧/东欧		旭炭黑	11.5

克罗地亚	3.5	SA 炭	6
捷克	10	电气化学工业	2.2
匈牙利	6.5	马来西亚	13.5
波兰	4	韩国	53
俄罗斯和乌克兰	85	泰国	36
总计			1018.7

资料来源：《橡胶科技市场》、国泰君安证券

表 4：世界各地炭黑需求量及预测

单位：万吨

	2001	2006	2011E
亚太	288.4	424.5	560
北美	174.7	177.5	190
西欧	144.5	143.2	159
其他	116.9	148.3	180
总计	724.5	893.5	1089

资料来源：《橡胶世界》、国泰君安证券

表 5：欧美部分炭黑生产线关闭情况

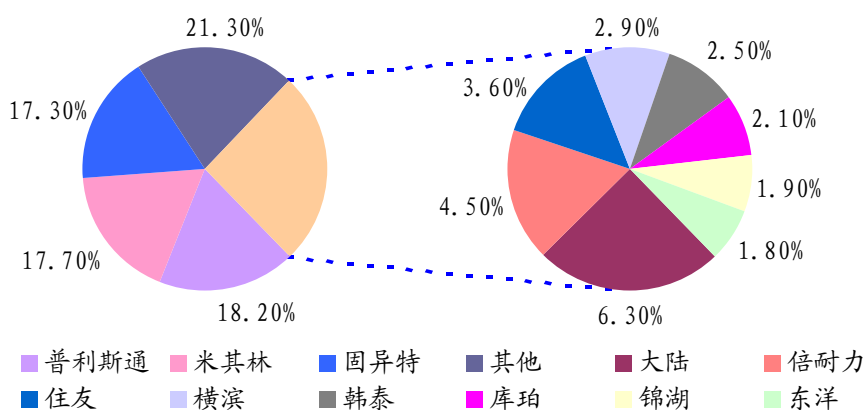
时间	厂商	关闭工厂
2000-2001	卡博特	关闭日本横芝、鹿岛工厂
2004-2005	卡博特	关闭西班牙一座工厂
2008	卡博特	关闭西弗吉尼亚州沃菲利的 9 万吨产能
2009	卡博特	关闭法国贝拉和英国斯坦劳的工厂
2004-2005	德固赛	关闭德国一家工厂
2005-2006	德固赛	关闭俄亥俄 Belpre 3 万吨产能
2005-2006	哥伦比亚	永久关闭阿肯色州 ELDorado 工厂
2005-2006	哥伦比亚	关闭马歇尔炭黑厂 2.5 万吨产能

资料来源：国泰君安证券

2.1.2. 产能集中度高，国际巨头增长放缓

炭黑主要用于轮胎产业，国际轮胎行业集中度高，世界三大巨头普利司通、米其林、固特异牢牢把握了全球 50% 以上的市场份额。

图 1：全球轮胎市场占有率情况



资料来源：国泰君安证券

国际轮胎行业的高集中度也造就了国际炭黑行业的高集中度。2006 年数据显示全球排名前八的炭黑企业占据了 70%的市场份额，其中卡博特、德固赛、哥伦比亚三巨头就占据近一半的市场。受国际轮胎产业转移影响，炭黑巨头的产能增长也显著放缓，随着中国、印度炭黑产业的崛起，炭黑巨头的市场份额也有所下降。

表 6：2006 年世界主要炭黑供应商产能及产能占比

公司	产能（万吨）	产能占比
卡博特（美国）	208.4	21.8%
德固赛（德国）	138.2	14.4%
哥伦比亚（美国）	106.2	11.1%
台湾中橡（台湾）	63	6.6%
伯拉集团（印度）	63	6.6%
理查德逊（美国）	39.8	4.2%
东海炭（日本）	30.2	3.2%
DC 化学（韩国）	20.2	2.1%
世界其他企业	287.5	30%
合计	956.5	100%

资料来源：《橡胶科技市场》、国泰君安证券

表 7：国际炭黑三巨头产能变化

单位：万吨

	1997	1998	1999	2000	2002	2005
卡博特	160.5	181.8	190.4	188	203.8	208.4
德固赛	85.2	89.2	110.5	120.2	144.5	138.2
哥伦比亚	64.5	91.4	102.4	107	117.9	106.2

资料来源：橡胶工业协会炭黑分会、国泰君安证券

2.2. 国内炭黑市场——仍有发展空间

2.2.1. 轮胎滚滚向前，带动炭黑快速增长

汽车产量和保有量的持续上升，以及国际轮胎产能向我国转移，使得我国轮胎产业规模高速增长，从而拉动炭黑产业也快速发展。2003 年我国炭黑生产能力为 120 多万吨，2008 年已超过 300 万吨，增长迅速。

图 2：2002 年以来我国汽车产量及增速

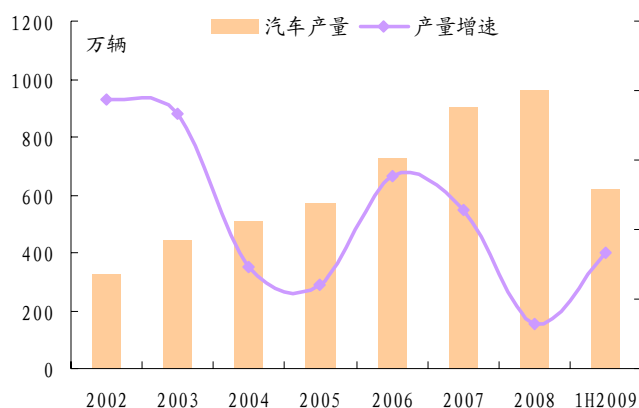
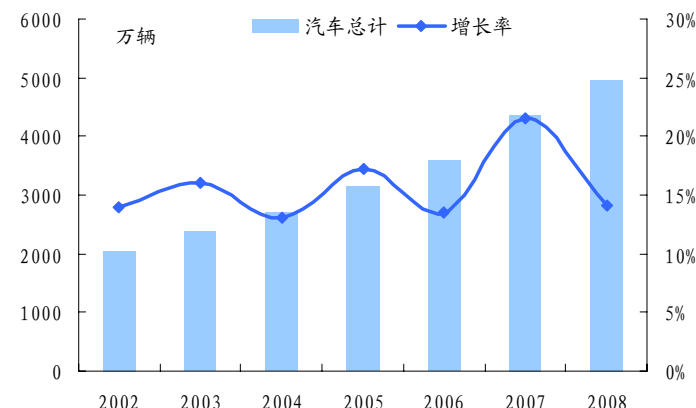


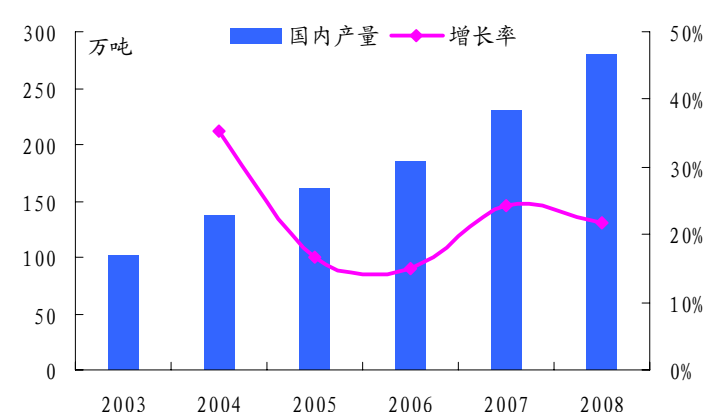
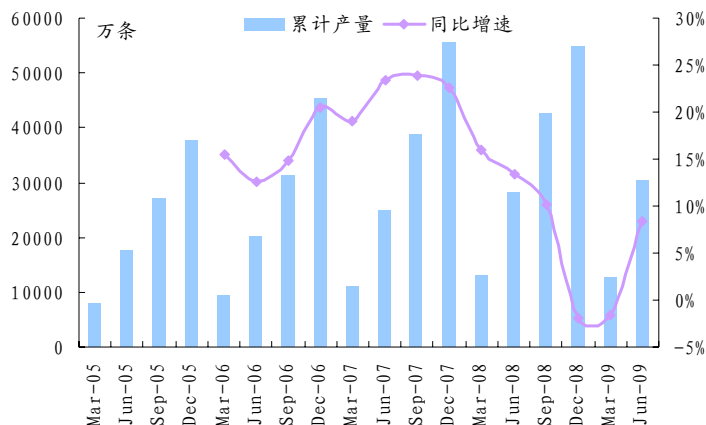
图 3：2002 年以来我国社会汽车保有量



资料来源：石化工业协会、WIND 资讯、国泰君安证券

图 4: 2005 年以来我国轮胎产量及增速

图 5: 2003 年以来我国炭黑产量及增速



资料来源：石化工业协会、国泰君安证券

虽然经过多年高速建设，我国轮胎产能已呈现过剩状态，但包括国际轮胎巨头的众多轮胎建设项目仍如火如荼的进行着，这些项目未来投产后将加大对原料炭黑的需求，可以预见我国炭黑需求未来仍将保持较快的增速。

表 8: 国内部分已公布轮胎扩建项目

公司	地点	扩产计划
德国大陆	合肥	425 万条乘用车子午胎，2010 年投产
普利司通	无锡	140 万套乘用车子午胎，2011 年投产
台湾建大工业	天津	6000 万条汽车、自行车胎，计划 2009 投产
风神股份	河南	500 万套乘用车子午胎，计划 2011 年投产
青岛双星	青岛	240 万套全钢子午胎在建
黔轮胎	贵州	80 万套全钢子午胎项目，2010 年底投产
天津世纪橡胶	天津	300 万条半钢丝轻卡轿车子午线轮胎 2009 年开建
延长石油	咸阳	400 万条全钢，1600 万条半钢子午胎，2008 年 6 月启动一期，5 年建成
山西德生	运城	30 万套全钢载重子午胎，2009 年开建
山东盛泰		600 万套半钢轮胎项目考察中，计划上马
三角集团	威海	1000 万套高性能子午胎 2008 年启动

资料来源：国泰君安证券

2.2.2. 小炭黑在关闭，行业集中度在提升

2005 年我国有超过 120 家炭黑企业，由于规模小，抗风险能力差，环保不达标，且产品不能满足大型轮胎企业需求，近几年已基本淘汰了污染环境、工艺落后、产能低于 1 万吨以下的干法造粒炭黑生产装置。据炭黑协会统计，目前国内在产的炭黑企业约 90 家，行业竞争秩序在改善，近三年国内炭黑新增产能基本都有大炭黑企业贡献。2007 年行业排名前 15 的企业产量达到 154.5 万吨，合计市场占有率达到 67.2%；排名前 10 的企业产量占有率也超过 50%，行业集中度在提升。

表 9: 2007 年我国前 15 名炭黑企业产能、产量等

单位：万吨

排名	企业名称	产能	产量	产能利用率	市场占有率
1	卡博特化工	30	26.4	88.0%	11.5%
2	江西黑猫炭黑	26	24.05	92.5%	10.5%
3	台湾中橡化工	19.7	15.9	80.7%	6.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

7 of 17

4	河北龙星化工	14	11.98	85.6%	5.2%
5	山东华东橡胶	11	10.35	94.1%	4.5%
6	苏州宝化炭黑	8	8.7	108.8%	3.8%
7	河北大光明实业	11	8.18	74.4%	3.6%
8	石家庄新星炭黑	11.2	7.8	69.6%	3.4%
9	天津海豚炭黑	8	6.72	84.0%	2.9%
10	青岛德固赛化工	8	6.47	80.9%	2.8%
11	大石桥市辽滨炭黑	8	6.21	77.6%	2.7%
12	中橡集团炭黑研究设计院	8	5.64	70.5%	2.5%
13	杭州富春江化工	5	5.55	111.0%	2.4%
14	山西志信化工	5.5	5.43	98.7%	2.4%
15	山东贝斯特化工	8	5.12	64.0%	2.2%
合计		181.4	154.5		67.2%

资料来源：《橡胶科技市场》、国泰君安证券

2.2.3. 轮胎企业规模扩张有利于大炭黑企业发展壮大

多年的快速发展使我国诞生了一批轮胎龙头企业，例如中策、三角、玲珑、风神、双星等，加上米其林、普利司通、固特异、佳通等国际厂商在国内的工厂，构成我国轮胎行业核心力量。这些企业的规模在数百万至上千万套，未来这些企业也将是我国轮胎产能增长的主力。另外，行业新进入者例如陕西延长集团、山东盛泰的建设规模也在数百万套甚至上千万套，可见轮胎行业的发展趋势是子午化、规模化。

小炭黑产品批次稳定性差，杂质含量高，不符合大轮胎企业需要，因此大轮胎企业更愿与大炭黑企业建立长期稳定合作，未来大型轮胎企业扩产必将带动大炭黑企业发展壮大。今年二季度以来大炭黑企基本满负荷生产，而小炭黑开工率仅为 7-8 成。

3. 炭黑龙头，稳步成长

3.1. 规模扩张带动业务增长

为合理利用大股东焦化装置的煤焦油资源，公司 2000 年进入炭黑行业，当时产能只有 1.5 万吨，后经过不断扩建，并新建韩城、朝阳基地，2006 年产能达到 21.5 万吨，今年 6 月乌海 8 万吨建成后公司产能达到 38 万吨，其中权益产能 35.56 万吨。

图 6：2003 年以来公司炭黑产量及增速

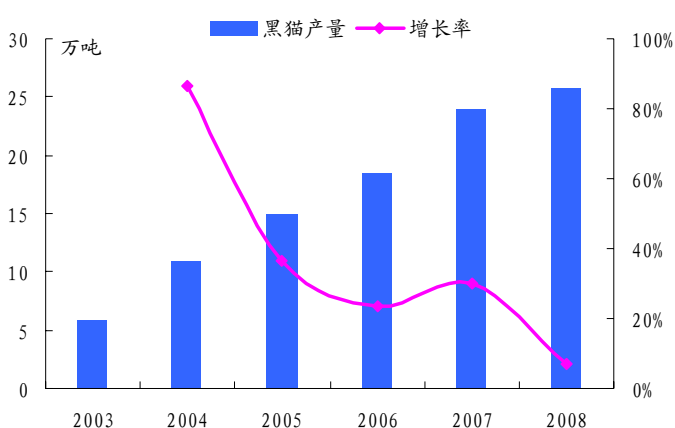
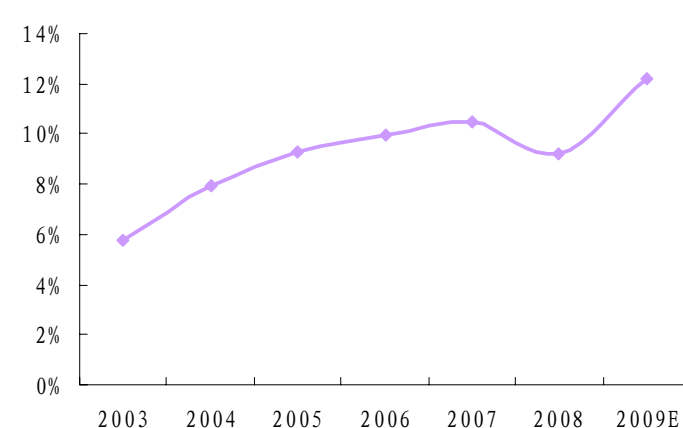


图 7：2003 年以来公司炭黑国内市场占有率



规模不断扩张,领先的产品质量、良好的市场开拓能力支撑公司炭黑业务不断成长。公司收入从2003年的2.36亿元增长至2008年的17.75亿元,净利润从2003年的2651万元增长至2007年的7378万元,2008年金融危机影响及存货计提跌价损失导致公司净利润仅为288.6万元。今年一季度因产品价格低、销量萎缩,公司亏损502万元。

由于行业产能增长,竞争激烈,近几年公司产品年度毛利率处于逐步走低的态势。但从季度来看,2006年以来公司产黑产品毛利率除了2006年四季度高达28.4%;2008年四季度受金融危机影响低至7.2%外,基本在15%-21%之间波动;今年一季度毛利率已恢复至19%的正常水平。二季度受汽车产业振兴、购置税优惠及汽车下乡政策刺激,国内轮胎企业在一季度消化完库存后积极生产以满足旺盛的需求,从而带动炭黑产品的需求。5月份开始公司即保持了满负荷生产,产品价格也从年初的4700元/吨回升至7000元/吨,公司盈利能力大幅回升。从公司公布的中期业绩快报来看,二季度公司产品毛利率能够维持良好水平,单季度实现EPS 0.12元。

图 8: 2003 年以来公司收入及增速

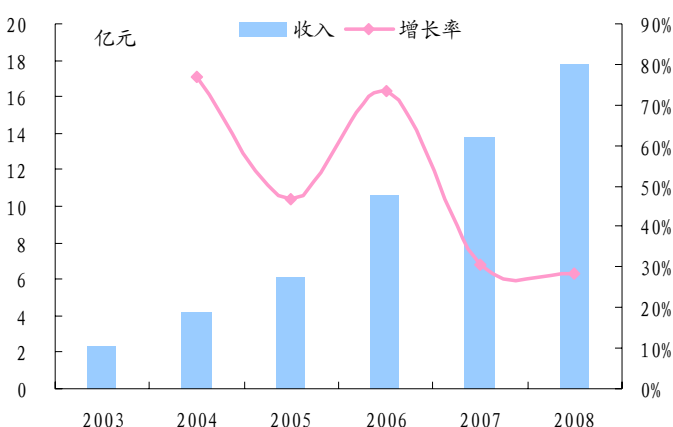


图 9: 2003 年以来公司净利润及增速

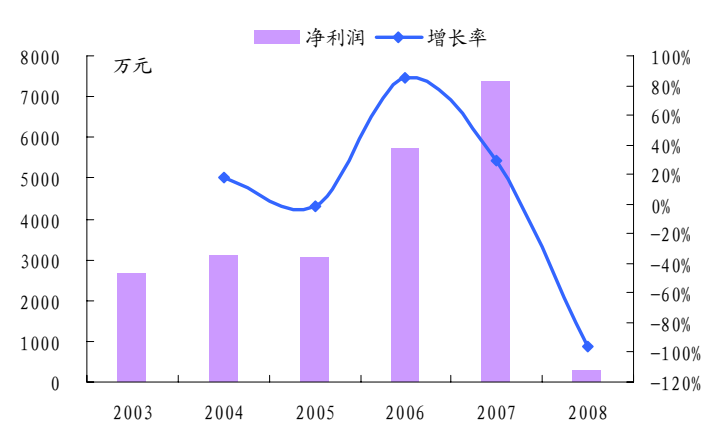


图 10: 2003 年以来公司年度毛利率

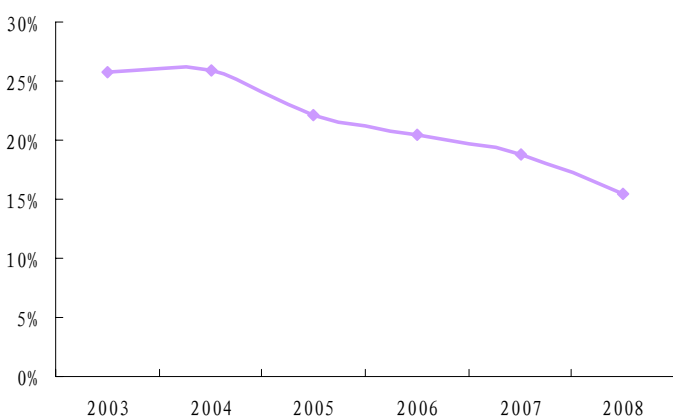
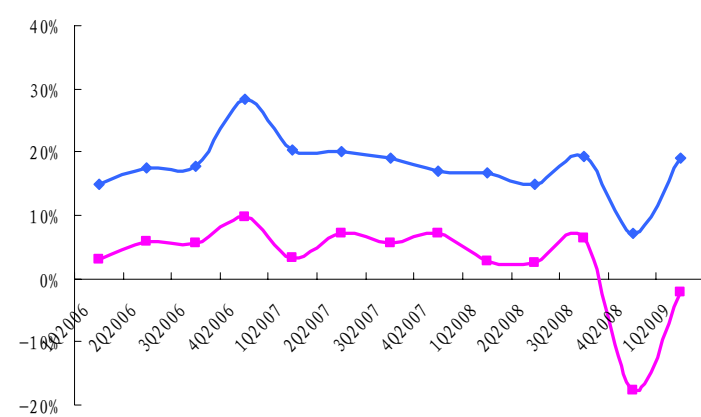


图 11: 2006 年以来公司季度毛利率



资料来源: WIND 资讯、国泰君安证券

3.2.5 月开始公司产销实现满负荷, 当前库存水平低

一季度轮胎行业限产销售库存,影响了炭黑需求,公司一季度炭黑月销量仅有1万多吨。在3-4月份轮胎企业开工率提升后,公司炭黑4月份销售明显好转,5月份开始满负荷生产,销售旺盛,这种满产满销的状态一直保持到当前,6月18日乌海2条合计8万吨生产线投产后,7月即实现满负荷产销,目前公司炭黑月销量可达到

3.3 万吨。

年初国内炭黑价格一路下跌至 4500 元/吨，公司产品售价也不足 5000 元/吨，虽然毛利率仍有 19%，但由于产品价格低且销量低，公司出现亏损。目前公司炭黑售价已恢复至 7000 元/吨（含税）左右，毛利率维持一季度水平，加上销量大幅增长，公司二季度盈利环比大增。

由于需求旺盛，5 月以来公司一直保持满负荷产销，通过对仓库的调研了解到公司目前库存仅为 5-6 天的水平。目前偏紧的供应形势有利于炭黑价格保持稳定，甚至是提价。

图 12：2008 年以来公司炭黑价格

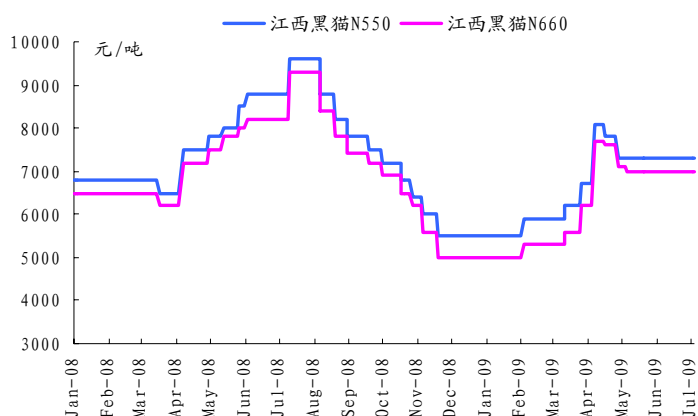
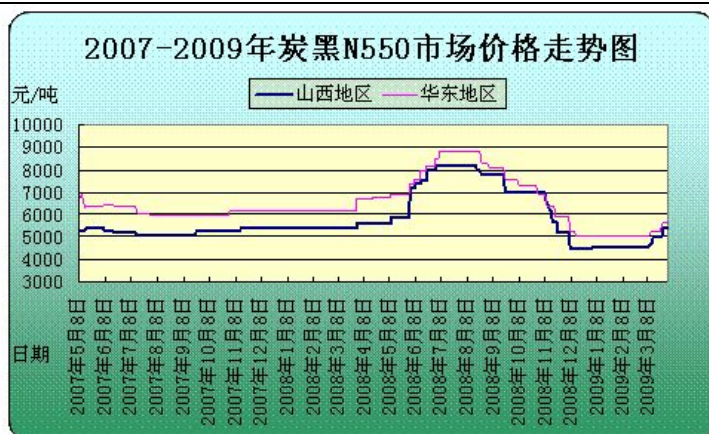


图 13：07—09 年 3 月以来山西和华东炭黑价格



资料来源：百川资讯、中华商务网、国泰君安证券

3.3. 下半年面临良好外部环境

一季度我国轮胎产量同比下降 1.67%，二月开始走旺的汽车内销带动轮胎产量二季度回升。今年上半年我国汽车产量同比增长 16.6%，上半年国内轮胎产量增速也扭负为正达到 8.38%，其中二季度的季度同比增速达到 16.9%，环比增速更是高达到 40%。根据预测，下半年我国汽车内销市场仍将保持较快增长，将继续为轮胎产业形成良好支撑。

3.3.1. 下半年轮胎出口复苏有利炭黑需求旺盛，同时关注中美轮胎特保案进展

我国轮胎出口依存度高，即使在今年上半年出口萎缩的情况下出口比例仍达到 43.6%；而前两三年我国轮胎出口比重均保持在 50%以上，因此出口市场对我国轮胎产业有着很大影响。从轮胎出口月度数据看，2008 年 12 月我国轮胎出口同比下降达到 30.6%，之后逐步回升，到今年 6 月单月出口同比下降 6.6%，出口同比降幅已显著收窄。

5 月美国福特汽车销量环比增长 20%，显示美国汽车销售回暖，下半年欧美汽车市场将继续复苏，我国轮胎出口量也将继续回升，增速也有望恢复至正增长。但同时值得注意的是中美轮胎特保案结果尚未公布，从目前的情况结果应有利于我国，但结果仍有不确定性，根据报道，中美轮胎特保案 8 月 7 日已举行听证会，结果最快将于 9 月 17 日公布。如果美国对中国轮胎发起制裁并征收惩罚性关税，将对我国轮胎产业形成一定负面影响。

轮胎出口复苏将加大对炭黑的需求，有利于炭黑行业，特别是大炭黑企业保持产销旺盛的局面。

图 14：2005 年以来我国轮胎月度出口量及同比增速

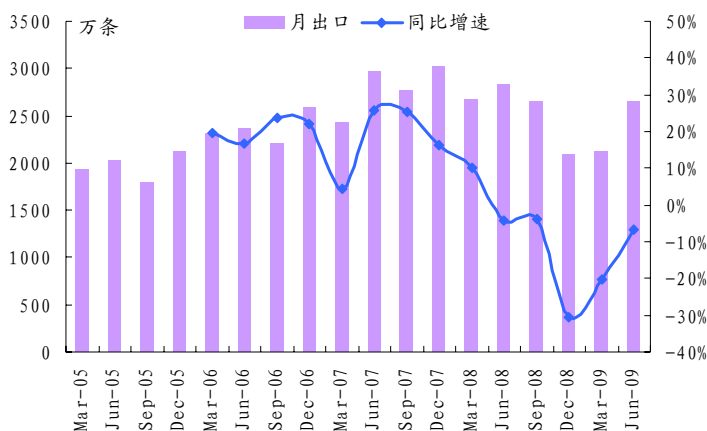
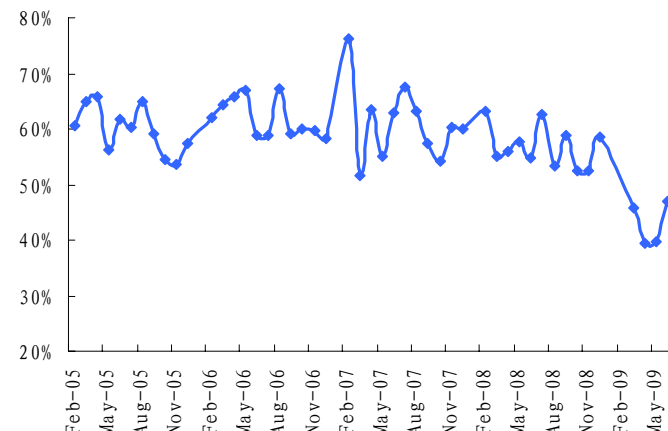


图 15：2005 年以来我国轮胎月度出口量占产量比重



资料来源：石化工业协会、国泰君安证券

3.3.2. 焦化开工上升有助于稳定煤焦油价格

公司炭黑技术采用的是大陆炭技术，以煤焦油做主要原料，并部分使用蒽油和乙烯焦油，其中煤焦油在公司原料构成中占 60% 以上。公司炭黑生产成本中原材料成本占 80%，因此煤焦油价格对炭黑成本影响很大。年初煤焦油价格下跌至 1500 元/吨，目前已反弹至 2300 元/吨左右，价格变动幅度与炭黑基本保持一致。

煤焦油来自焦化产业，焦炭产量决定了煤焦油供应量，一般而言可回收的煤焦油重量占焦炭产量的 3-4%。今年二季度以来，国内钢铁行业开工率上升，钢价持续上涨，带动焦化企业提升开工率，使煤焦油供应量增加。下半年地产新开工上升将加大对钢材的需求，焦化行业开工率也将继续提升，煤焦油的供应也将更加充足，有利于稳定煤焦油价格。

图 16：2007 年以来山西、江西煤焦油价格

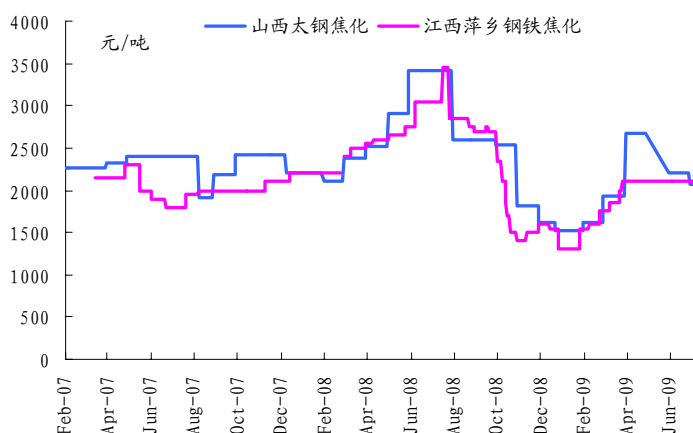
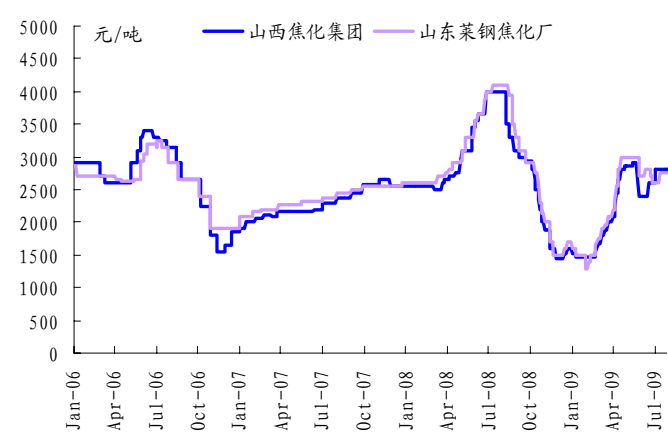


图 17：2006 年以来山西、山东蒽油价格



资料来源：百川资讯、国泰君安证券

3.3.3. 未来煤焦油产量仍有不小提升空间

按焦炭产量测算我国煤焦油年可供回收量在 1100 万吨左右，但实际回收量在 800 多

万吨，仍有 200 多万吨没有回收，主要由于小土焦和部分小机焦企业未对煤焦油进行回收。由于国家对环保日益重视，小土焦和小机焦被逐步关闭，取而代之的是对煤焦油回收率高，规模在 100 万吨以上的大机焦装置，未来即使不考虑焦炭产量增长，仅依靠回收率提升，我国煤焦油产量仍有不小的提升空间。

表 10：2003-2008 年我国焦炭、煤焦油产量

	2004	2005	2006	2007	2008
焦炭产量(万吨)	20600	25400	29800	33600	32009
机焦产量(万吨)	17500	22200	26300	30500	29157
煤焦油产量(万吨)	530	656	760	860	822
煤焦油产量/机焦产量	3.03%	2.95%	2.89%	2.82%	2.82%

资料来源：中国煤炭资源网、国泰君安证券

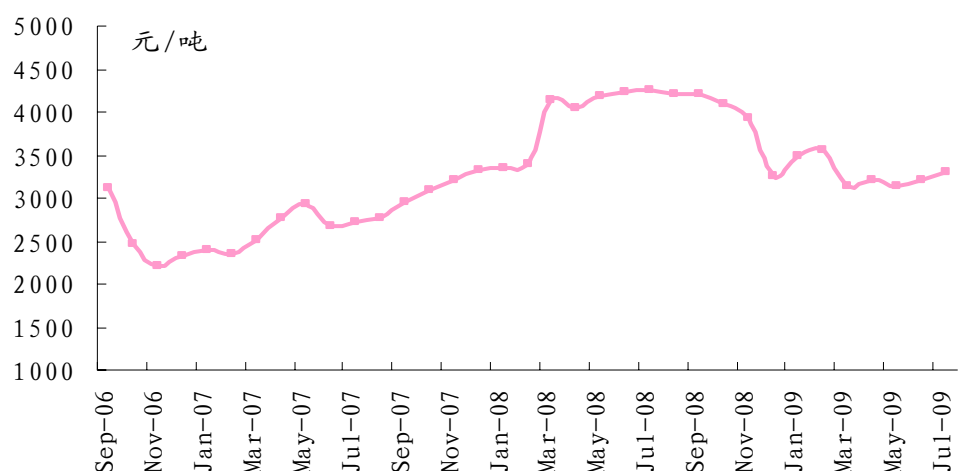
3.3.4. 煤焦油价格一定程度上受国际油价影响

在我国，煤焦油一是用于深加工制取工业萘、炭黑、洗油、蒽油和煤沥青等产品；二是作为替代重油的燃料，用于玻璃、陶瓷等行业以及作为生产炭黑的燃料；三是出口国际市场。我国煤焦油加工能力已突破 1000 万吨，加工能力过剩，但产能分散，加工能力在万吨，几万吨的企业居多，加工能力在 10 万吨以上的企业仅有 25 家。

在煤焦油深加工领域，我国的加工技术水平严重落后于德国、日本，多数企业只能生产几种低附加值的初级品，即使是领先的企业也只能生产十几种产品，而日本、德国的煤焦油深加工产品种类在 150 种以上，其中很多产品具备很强的盈利能力。我国煤焦油加工产品的低附加值导致企业盈利对煤焦油价格承受能力弱，盈利能力也低。在煤焦油行情好的时候，一般大型煤焦油深加工企业开工率仅为 70% 左右，而中小型企业由于原料购买困难而停产；而当下游产品需求减弱时，许多煤焦油加工企业也停车检修。

值得注意的是有 30% 以上的煤焦油用于替代重油作燃料，虽然煤焦油热值是重油的 0.8 倍，其含有的沥青等成分燃烧较困难，但在煤焦油价格优势明显的情况下，玻璃、陶瓷行业会加大煤焦油的使用量。重油价格受国际油价影响大，因此煤焦油价格在一定程度上也受国际油价影响。

图 18：2006 年以来我国重油价格



资料来源：石化工业协会、国泰君安证券

表 11: 2004-2007 年我国煤焦油在各领域的消耗量

单位: 万吨

	2004	2005	2006	2007
煤焦油深入加工量	358	368	438	520
煤焦油净出口量	12	23	21	20
用作原料和燃料量	160	265	301	320
总消费量	530	656	760	860

资料来源: 中国煤炭资源网、国泰君安证券

3.4. 乌海基地成本优势突出，二期 8 万吨明年中期投产

今年 6 月 18 日公司乌海子公司投资 2 亿多元建设的 2 条 4 万吨生产线正式投产，其中一条生产硬质炭黑，另一条软、硬质可调。得益于需求旺盛，乌海 8 万吨产能在 7 月份即实现满负荷生产、销售，并实现盈利，但由于收款期为 2 个月，因此乌海基地对公司报表的利润贡献将从 9 月份开始贡献。

乌海焦化企业众多，拥有丰富的煤焦油资源，乌海黑猫与泰和煤焦化公司建立循环产业链，相比公司其他几个基地拥有不可比拟的成本优势，主要体现在原料油和燃料成本上。一般而言，乌海煤焦油价格低于中部地区 300 元/吨，这就使吨炭黑不含税原料成本叫景德镇本部低约 400 元/吨；乌海黑猫采用焦炉煤气为燃料，成本较以煤焦油为燃料节约 230 元/吨。即使考虑到乌海吨产品运费高出本部 70-80 元，综合来看乌海基地吨产品盈利能力高出本部 500-600 元。另外，乌海黑猫配套建设了炭黑尾气余热发电装置，一期 1.5MW 已建成，年发电量可达 2.4 亿度，除自用外还可上网出售，进一步降低成本，增加效益。按照目前的产品、原料价格，及月销 6000 多吨测算，公司乌海子公司毛利率为 28% 左右，单月净利润可达 500 万元。

公司公告乌海二期 8 万吨炭黑项目将于今年 8 月开建，预计明年中期能够建成投产，届时公司乌海基地将拥有 16 万吨优质炭黑生产能力。由于部分共用工程已在一期建成，二期 8 万吨仅需投入 1.5 亿元，二期项目投产后将进一步提升乌海子公司的经营效率和盈利能力。

3.5. 西南基地正在规划，布局将更加完善

公司现已拥有 4 个生产基地，分别覆盖中部、西北、东北市场，根据规划，公司第 5 个生产基地将在 2010 年下半年启动，拟在西南地区建设 12 万吨炭黑产能，覆盖云、贵、川地区。公司目前对西南地区的销售由景德镇本部供应，长距离运输导致运费较高，未来西南基地建成后将使公司全国布局更加完善，运输效率得到明显提升。

公司现有炭黑产能 38 万吨，2010 年乌海二期 8 万吨建成后增加至 46 万吨；2011 年西南基地建成后产能增至 58 万吨；之后公司将利用掌握的 4 万吨单线技术对景德镇、韩城、朝阳的生产线进行技术改造，将产能提升至 70 万吨。

表 12: 公司炭黑产能规划

	2009	2010E	2011E	2012E
产能 (万吨)	38	46	58	70
同比增幅		21.1%	26.1%	20.7%

资料来源: 国泰君安证券

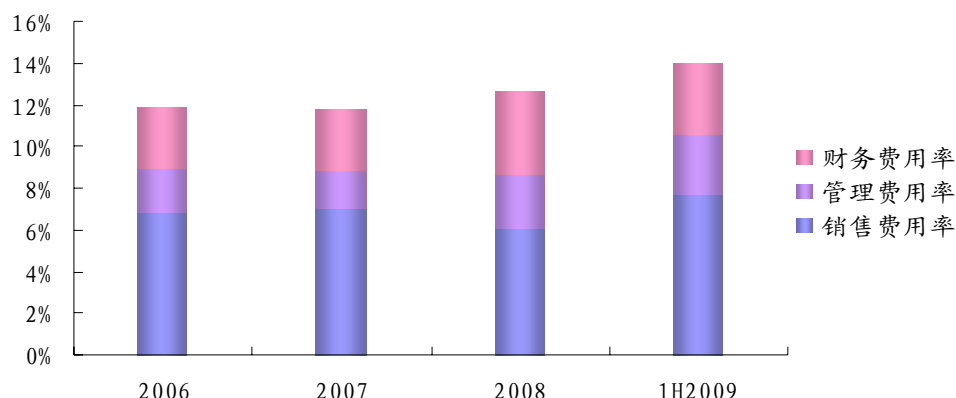
3.6. 白炭黑项目为尝试，短期盈利贡献有限

江西省引进中电集团生产多晶硅，公司与之配套设计 3000 吨白炭黑项目，一期建设 1000 吨，今年 8 月投产，属于战略性尝试。白炭黑用途广泛，可用作橡胶补强剂，也可用作稠化剂或增稠剂，合成油类、绝缘漆的调和剂，油漆的退光剂，荧光屏涂覆时荧光粉的沉淀剂，彩印胶板填充剂等。一般品种的白炭黑补强性能次于炭黑，但经过超细化和表面处理后的白炭黑补强性能优于炭黑。目前白炭黑售价在 1.8—2 万元/吨，由于公司是初进入白炭黑行业且产能仅为 1000 吨，预计短期盈利贡献有限。

4. 简要财务分析

近几年的产能快速扩张使公司资产负债率偏高，达到 70.7%，因而明年建设西南基地有再融资需求；应收账款和存货保持在正常水平，且 2008 年报显示应收账款中 96.36% 为一年内债权，坏账风险低。近 3 年公司三项费用率在 12% 左右，有些偏高，主要是运输费用率和财务费用率比较高，今年一季度由于销售收入低而费用相对刚性，造成费用率高达 17.2%，二季度销售大幅好转，费用率降低至 14%，预计随着下半年销售继续好转，公司费用率也将逐步回落至正常水平。

图 19：公司 2006 年以来三项费用率情况



资料来源：WIND 资讯、国泰君安证券

5. 未来半年可能面临影响业绩的正、负面因素

正面因素：

- 韩城基地盈利能力有望得到一定恢复。2006、2007 年韩城黑猫对公司利润贡献占比在 40% 左右，而今年上半年利润贡献仅为 20%，主要原因在于上半年西北焦化企业开工率低，且不少 20-30 万吨产能的焦化装置去年 3-4 季度被炸掉，导致韩城地区煤焦油供应偏紧，价格高，侵蚀了公司利润。随着下半年韩城地区焦化企业开工率提升，煤焦油供应紧张局面将得到缓解，价格也将有所回落，韩城黑猫盈利有望得到一定恢复，对公司整体利润贡献也将回升。
- 炭黑产品存在提价要求。目前炭黑整体供应偏紧，特别是大炭黑企业基本都达到满负荷产销，且库存水平低，下半年在轮胎出口复苏带动下炭黑需求将更加

旺盛，存在提价要求。

负面因素：

- 若国际油价大幅上涨将影响公司盈利。如果全球宏观经济复苏导致国际油价大幅上涨，一方面会对汽车销量产生负面影响，从而影响炭黑需求；另一方面会带动煤焦油价格上涨，增加公司成本，若转嫁不及将降低毛利率。
- 若中美轮胎特保案结果不利中国，将影响炭黑需求。2008 年我国出口轮胎产品货值 80.6 亿美元，其中对美国出口 22 亿美元，占比 27.3%，若美国对我国轮胎征收高额出口关税，将对我国轮胎整体出口形成一定负面影响。

6. 盈利预测与评级

2008 年公司炭黑产销量国内排名第二，今年有望超过卡博特跃居第一位，成为名副其实的炭黑龙头，未来将伴随我们轮胎产业的发展稳定增长。我们预测公司 2009—2011 年 EPS 分别为 0.49、0.89、1.12 元，估值水平明显低于化工板块 2010 年平均 20 倍的水平，给予“增持”评级。

公司盈利对炭黑价格敏感性高，假设成本不变，炭黑年均售价每上涨 100 元/吨，则增加 2010 年 EPS 0.12 元。

盈利预测假设：

		2009E	2010E	2011E
炭黑销量（万吨）	乌海	4	11	16
	其他	26	28	30
炭黑含税售价（元/吨）	乌海	7000	7300	7500
	其他	6550	7300	7500
毛利率	乌海	29.0%	26.3%	26.4%
	其他	18.7%	18.3%	17.8%

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现为销售交易总部基础化工行业研究员。

免责声明

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为国泰君安证券销售交易总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com