

上市公司动态报告

化工原料

特保案对炭黑行业影响较小， 影响公司 2010 年 EPS0.05 元

特保案对轿车胎影响较大，对炭黑行业影响较小

特保案将使国内的轿车胎不能出口到美国市场，2008 年国内出口到美国的轿车胎数量 4600 万条，2008 年国内汽车轮胎产量为 3.5 亿条，占到国内产量 13.1%，因而对特保案国内轿车胎企业影响较大；轿车胎每条轮胎消耗炭黑 1.64Kg，考虑对美国 4600 万条轮胎完全不能出口，那么影响炭黑需求量是 7.5 万吨，2008 年国内炭黑表观消费量是 230 万吨，对国内炭黑需求影响是 3.3%左右，因而特保案对炭黑行业影响不大。

国内需求增加将抵消轿车胎出口下降对炭黑的影响

2009 年 1-8 月国内轮胎产量 4.23 亿条，同比增速 11.72%，1-7 月国内轮胎表观消费量为 2.08 亿条，同比增加 30.6%；轮胎主要有三个市场，其中出口 1.62 亿条，同比下降 16.2%，配套市场中汽车产销量快速增长，8 月汽车生产 114.07 万辆，同比增长 86.10%，全年增速有望达到 35%；替换市场先行指标不断向好，其中 7 月份公路货运量 18.34 亿吨，同比增加 9.4%，公路货运量保持稳定回升态势，这将拉动替换胎市场的需求，根据我们测算轿车胎占到炭黑需求的 11.8%，而载重胎占到国内炭黑消费的 42%，因而国内货运量指标对国内炭黑消费更据先导意义。

特保案影响黑猫股份 2010 年 EPS0.05 元

2008 年公司年报披露，前 5 名客户的销售额占公司全年销售额的 23.71%，前 5 名中涉及到特保案的客户主要是佳通轮胎和韩泰轮胎，08 年佳通轮胎对美出口轮胎 700 万条（产量 3089 万条），涉及炭黑量 1.12 万吨；韩泰轮胎是公司的第二大客户 08 年对美出口轮胎 355 万条（产量 982 万条），涉及到炭黑量 0.6 万吨，由于黑猫股份在炭黑行业的市场份额是 10.7%，特保案对国内炭黑需求影响在 7.5 万吨，考虑到公司在轿车胎市场份额较高，按 20% 来估算，特保案对公司炭黑销售影响在 1.5 万吨左右，根据我们测算影响公司 2010 年 EPS0.05 元左右，因而对公司业绩影响不大。

投资建议：买入

由于特保案对公司业绩影响较小，我们预计公司 09 和 10 年 EPS0.49 和 0.95 元，维持“买入”评级，目标价 18 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1775.4	1932.2	2716.5	2847.9
主营收入增长率	28.60%	8.84%	40.59%	4.84%
净利润（百万）	2.89	94.0	181.8	220.2
净利润增长率	-94.46%	3156.12%	93.43%	21.11%
EPS（元）	0.02	0.49	0.95	1.15
P/E	550.0	31.1	16.1	13.3
P/B	3.4	5.0	4.0	3.2

黑猫股份（002068）

维持

买入

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

赵献兵

zhaoxianbing@csc.com.cn

021-68825012

分析日期：2009 年 09 月 13 日

当前股价：15.19 元

目标价格 6 个月：18.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
16.7/21.5	81.2/72.3	208.1/164.4
12 月最高/最低价（元）		15.95/4.25
总股本（万股）		19,224
流通 A 股（万股）		19,224
总市值（亿元）		维持
流通市值（亿元）		维持
近 3 月日均成交量（万）		603
主要股东		
景德镇市焦化工业集团有限责任公司		56.85%

股价表现



相关研究报告

特保案对轿车胎影响较大，对炭黑行业影响较小

美国总统奥巴马 11 日决定，对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车轮胎实施为期三年的惩罚性关税，对从中国进口轮胎实施的惩罚性关税税率第一年为 35%，第二年为 30%，第三年为 25%，新的关税将把中国的轮胎拒之门外，由于是对轿车和轻型卡车轮胎征收关税，2008 年国内出口到美国市场的轿车和轻型卡车轮胎为 4600 万条，按最坏打算，关税实施后这 4800 万条轮胎完全不能出口，根据我们的测速轿车胎炭黑用量为 1.64Kg/条，折合到炭黑需求量是 $4600 \times 1.64 / 1000 = 7.5$ 万吨，2008 年国内炭黑表观消费量为 230 万吨，也就是说影响国内炭黑需求在 3.3% 左右，因而特保案对国内炭黑行业影响不大。

表 1：炭黑产量和表观消费量

单位：万吨

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	年均增速
产量	76.3	85.8	101.8	138	161	185	230	240	17.80%
进口量	9.6	12.2	13	11.2	12.8	12.1	10.7	8.2	
出口量	1.4	2.7	5.6	8	12	11.9	14.6	18.1	
表观消费量	84.5	95.3	109.2	140	161	185	226.1	230.1	
表观消费量增速		12.8%	14.6%	28.2%	15.0%	14.9%	22.2%	1.8%	15.4%

资料来源：中信建投证券

国内需求增加将抵消轿车胎出口下降对炭黑的影响

国内轮胎产量实现稳定增长。2009 年 1-8 月国内轮胎产量 4.23 亿条，同比增速 11.72%，受经济危机影响 08 年四季度轮胎产量较低，考虑特保案的影响，结合轮胎月产量状况，2009 年国内轮胎产量增速有望达到 11% 以上，由于炭黑消费量和轮胎产量相关系数为 0.996，因此我们预测 09 年国内炭黑表观消费量为 256 万吨，同比增速为 11.3%。

国内轮胎主要有三个市场即配套、替换和出口市场，由于经济危机影响，出口市场已经萎缩，截至到 7 月份，国内轮胎出口数量 1.62 亿条，同比下降 16.2%，虽然出口下降，但国内的轮胎表观消费量并未下降，前 7 月国内轮胎表观消费量为 2.08 亿条，同比增加 30.6%，这主要得益于国内经济复苏和汽车行业的快速发展。

图 1：轮胎产量

单位：万条

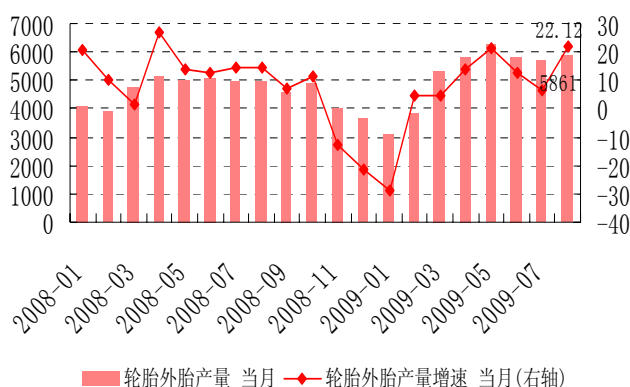
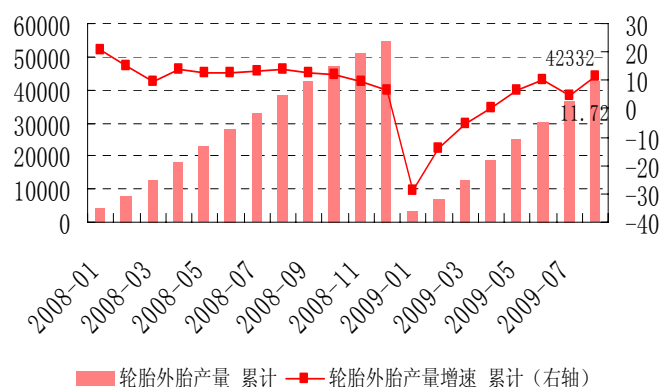


图 2：轮胎产量

单位：万条



轮胎配套市场高速增长。据中国汽车工业协会统计,汽车生产 114.07 万辆,环比增长 2.62%,同比增长 86.10%;销售 113.85 万辆,环比增长 4.71%,同比增长 81.68%,根据我们的判断 2009 年国内汽车产量增速有望达到 35%,2010 年汽车产量增速在 15%以上,汽车行业的快速发展必将带动国内市场对轮胎的需求。

图 3: 汽车产量数据

单位: 千辆

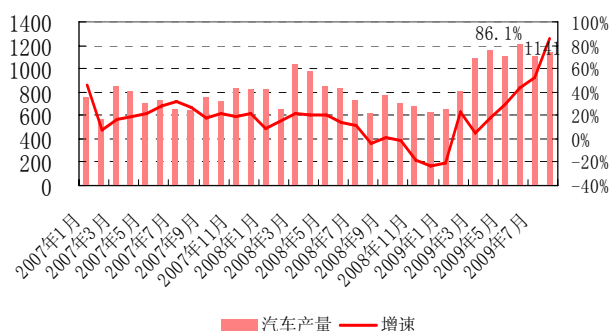
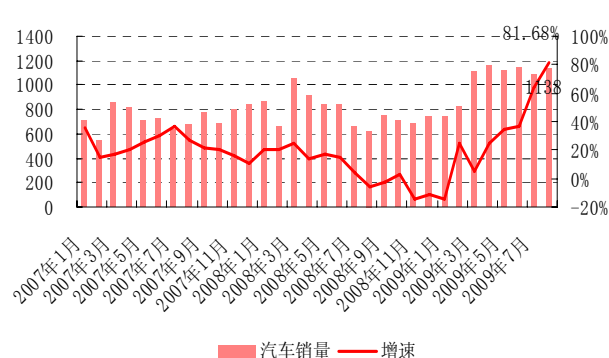


图 4: 汽车销量数据

单位: 千辆

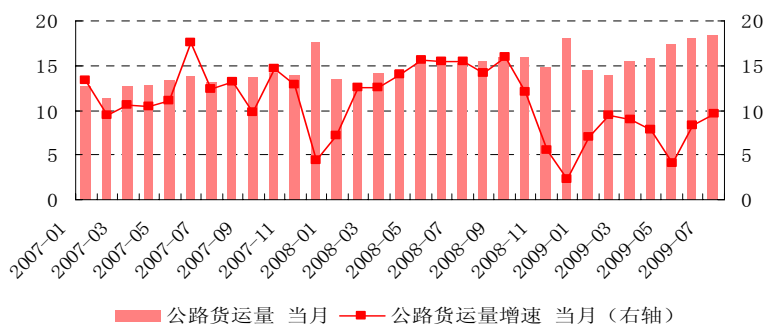


资料来源: 中信建投证券

替换市场有望受益于经济复苏。国内轮胎配套市场主要受两个因素影响,一是国内汽车保有量数据,另外就是国内运输行业运营状况,汽车行业的快速发展必将带动国内汽车保有量的增加,我们判断 09 年国内汽车保有量将达 7760 万辆,同比增加 20%,汽车保有量增加将刺激轮胎的需求,同时汽车货运量将随着经济回升而逐步增加,这也将增加替换胎的市场容量,因而我们更看好国内替换轮胎市场。

图 5: 汽车货运量稳步上升

单位: 亿吨



资料来源: 中经网

出口市场受特保案影响将会出现下降。2009 年 1-7 月国内轮胎出口 1.62 亿条,同比下降 16.2%,受特保案影响 09 年四季度对美出口轮胎数量还将会出现下降局面,但由于去年同期基数较低,我们预计 09 年全年轮胎出口有望与 08 年持平或略有下降,另外一方面来看,特保案主要针对是轿车胎,而对其他轮胎影响不大。

特保案可能带动全球轮胎提价,或将对国内企业有利。虽然美国对中国轮胎实施特保措施,阻止国内轮胎出口到美国市场,但由于美国轮胎企业主要定位于高端市场,短期很难采购到低廉的轮胎产品,这样美国将从其他国家采购轮胎,但全球轮胎产能分布在亚洲(50%以上),且主要集中在中国,而其他国家没有中国轮胎的产业集群优势,因而轮胎价格要高于中国产轮胎,且轮胎企业不可能短期投产,这样必将刺激国际轮胎价格上涨,同时会出现这样的奇怪现象,即美国从其他国家如韩国和日本采购高价轮胎,而日本和韩国的轮胎企业从中国

采购轮胎满足其国内市场，从这个方面来说，特保案对国内的一些轮胎企业来说不一定是坏事。

图 6：轮胎出口状况

单位：万条

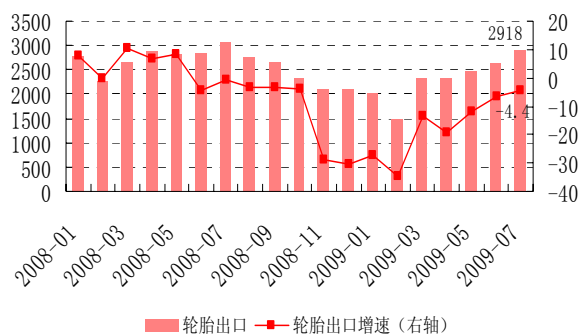
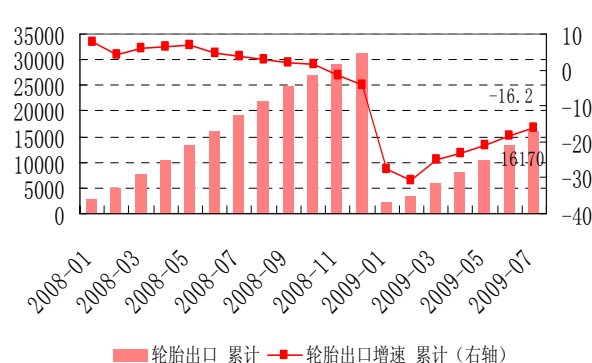


图 7：轮胎出口状况

单位：万条



资料来源：中经网

国内炭黑消费有望保持 10% 增速。虽然轮胎出口出现下滑，但受影响的主要是轿车胎，而轿车胎消耗的炭黑量较小（每条消耗炭黑 1.64Kg），而国内替换市场对轮胎的需求，特别是经济复苏后，载重胎和工程胎的需求将会抵消轿车胎需求下降的影响，因为载重胎的炭黑消耗为 10.4Kg/条，工程机械胎的炭黑消耗高达 60Kg/条，而载重胎替换系数为 10-20 条/辆·年，我们从 08 年国内汽车轮胎炭黑消耗估算中可以看出，轿车胎炭黑消耗占国内炭黑消耗的 11.8%，而载重胎占到国内炭黑消费的 42%，因而国内货运量指标对国内炭黑消费更据先导意义。

表 2：不同类型车辆轮胎配套和替换情况

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数	替换系数（条/辆·年）
轿车胎	轿车	5	1.5
	中型载重货车	11	15
载重胎	重型载重货车	16-22	10-20
	轻型载重货车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	载重机	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：中信建投证券

表 3：2008 年国内轮胎消费炭黑估算

	2008 轮胎产量（万条）	炭黑单耗（Kg/条）	炭黑消耗（万吨）
轿车胎	16912	1.6	27.1
轻型载重胎	8213	2.4	19.7
载重胎	9275	10.4	96.5
工程机械胎	600	60	36.0
合计	35000		179.2

资料来源：中信建投证券

因而，根据配套、替换和出口市场的研究，以及考虑轮胎结构对炭黑需求的影响，我们预计 2009 年国内炭

黑的表观消费量将达 256 万吨，增速 11.3%，随着经济复苏，汽车和货运量上升，加上轮胎消费结构变化，我们判断 2010 年，炭黑消费需求增速将达到 10.9%，消费量为 284 万吨，我们看好中国炭黑行业的发展，特别是炭黑行业龙头企业。

表 4：炭黑消费量预测

单位：万吨

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	年均 增速	2009 增速	2009E	2010 增速	2010E
汽车保有量（万辆）	1802	2053	2383	2694	3160	4985	5697	6467	20%	20%	7760	18%	9157
汽车产量（万辆）	233	325	444	507	570	728	888	961	22. %	35%	1297	15%	1492
替换（预测）			9447	11182	12553	12522	13542	11251	-	20%	13501	18%	15931
配套（预测）			2553	2943	3347	3478	3762	3879	-	35%	5237	15%	6023
轮胎出口量（实际）			4500	6875	9100	12000	15696	19870	34%	0%	19870	5%	20864
轮胎产量（万条）	12300	14000	16500	21000	25000	28000	33000	35000	16.10%	10.3%	38608	10.9%	42817
炭黑产量（万吨）	76.3	85.8	101.8	138	161	185	230	240	17.79%	12.5%	270	9.3%	295
炭黑表观消费量	84.5	95.3	109.2	140	161	185	226.1	230.1	15.38%	11.3%	256	10.9%	284

资料来源：中信建投证券

特保案影响黑猫股份 2010 年 EPS0.05 元

2008 年公司年报披露，前 5 名客户的销售额占公司全年销售额的 23.71%，前 5 名中涉及到特保案的轮胎客户主要有佳通轮胎和韩泰轮胎，佳通轮胎是公司的第一大客户，2008 年从黑猫采购炭黑量 3 万多吨，08 年佳通轮胎对美出口轮胎 700 万条（08 年产量 3089 万条），涉及炭黑量 1.12 万吨；韩泰轮胎是公司的第二大客户，08 年韩泰从公司采购炭黑量 2 万多吨，08 年韩泰对美出口轮胎 355 万条（08 年产量 982 万条），涉及到炭黑量 0.6 万吨，由于黑猫股份在炭黑行业的市场份额是 10.7%，特保案对国内炭黑需求影响在 7.5 万吨，考虑到公司在轿车胎市场份额较高，按 20%来估算，那么特保案对公司炭黑销售影响在 1.5 万吨左右，根据我们测算影响公司 2010 年 EPS0.05 元左右，因而对公司业绩影响不大。

大炭黑企业产品供不应求和小企业开工不足的现象值得关注。根据我们对公司的调研和从相关网站公布的数据来看，目前炭黑行业存在一个让人值得关注的现象，那就是大的炭黑企业满负荷生产，而小的炭黑企业装置闲置，装置开工率不足，我们认为这种现象还会延续下去，其中最主要的原因就是 08 年经济危机导致小企业现金流紧张，由于资金不足导致小的炭黑企业从轮胎供应链上退出，对于供应链渠道而言退出容易，但当需求恢复时再次进入轮胎的供应链渠道则难度较大；另外一个原因，就是小炭黑企业的产品质量不稳定，加上供货不具有连续性，因而被轮胎企业排除在采购范围之内；对轮胎企业而言，炭黑占整个轮胎的成本在 7%左右，因而对炭黑价格不敏感，但由于炭黑对轮胎的质量影响较大，因而轮胎企业更注重炭黑的质量而对炭黑价格不过分在意，这也就是解释了为什么黑猫股份的炭黑价格要高于行业小的炭黑企业，且产品供不应求，而小炭黑企业产品价格低，而销售不出去的重要原因。

公司乌海项目二期投产将提前。前期调研，公司预计乌海二期明年下半年投产，但由于公司炭黑供不应求，16 条生产线满负荷生产，公司乌海二期项目投产或将提前，据了解 10 月底，11 月初，乌海 3 号线将提前投产，这将会增厚公司的业绩。

表 5：9 月 7 日-9 月 11 日国内部分炭黑生产企业装置运行状况

装置名称	运行状况
辽宁博拉炭黑	已开车恢复生产
辽滨集团	目前开了 3 条线
龙星炭黑	现已开车 7 条线
河北大光明实业集团有限公司	现 3 条生产线开车
邯郸市蔡王炭黑化工有限公司	停车检修
天津海豚炭黑有限公司	开了 1 条生产线
天津金秋实炭黑厂	开车正常
山西焦化集团	开车正常
运城华信开发区天宝化工有限公司	停车检修
山西华青实业有限公司	开车正常
山西恒信化工有限公司	开车正常
山西立信化工有限公司	三条生产线开车正常
山西德信隆化工	停车检修
山西天煜煤化	开车正常
山西绛县恒奇化工	停车检修
山西远征化工	开了一条生产线
莱芜市天鲁炭黑有限公司	开了一条生产线
青州市博奥	3 条线正常开车
山东佰斯达化工有限公司	2 条线满负荷生产
青岛赢创化学有限公司	4 条生产线正常开车
东营市广北炭黑有限责任公司	两条线正常生产
卡博特炭黑有限公司(枣庄)	2 条线满负荷生产
江西黑猫炭黑股份有限公司	16 条线满负荷生产
江西省黑豹炭黑有限公司	正常开车
福建省南平荣欣化工有限公司	正常开车
曲靖众一精细化工股份有限公司	6 条生产线满负荷生产
平顶山奥博特炭黑	开了 2 条生产线

投资建议：维持“买入”评级

特保案对轮胎行业影响较大，对炭黑影响更多的心理层面，根据我们的分析可知，特保案对公司业绩影响甚微，我们预计公司 2009 年和 2010 年的 EPS 为 0.49 元和 0.95 元，公司 9 月 11 日的收盘价为 15.19 元，和化工行业估值相比，公司估值仍具有较大吸引力，维持“买入”评级，目标价 18 元。

风险分析

特保案后续影响：美国特保案可能对其他国家起到示范效应，其他国家进而对中国轮胎加征特别关税

宏观经济影响：如果国内经济二次探底，将会对轮胎需求产生较大影响

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

梁斌 化工行业研究员；赵献兵 化工行业高级研究员

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010