



上市公司简评报告

化工原料

品牌和质量决定公司长期竞争优势

事件

2009 年报：公司实现营业收入 186267 万元，净利润 7906 万元，分别同比增长 33.60% 和 2639.4%，ESP0.41 元，每 10 股送 3 股，派现金红利 0.4 元。

简评

盈利稳定增加，产品供不应求

2010 年公司实现营业收入 18.6 亿元，同比增速 33.6%，净利润 7906 万元，同比增速 2639%，从单季业绩来看公司 1、2、3、4 个季度 EPS 分别为-0.03、0.12、0.14、0.15 元，公司盈利稳定增加；上半年公司硬质炭黑毛利率 19.27%，下半年毛利率为 19.21%，公司产品毛利率稳定，虽然下半年煤焦油价格出现上涨，但公司根据成本上涨情况调高产品售价，从而使公司的产品毛利率维持稳定，这说明公司具有成本转移能力；10 年公司炭黑产量 32.81 万吨，销量 32.55 万吨，产销率 99.21%，目前公司炭黑产能 42 万吨，10 年 2 月份公司订单在 4 万吨以上，而公司单月的最大生产能力 3.5 万吨，公司产品供不应求。

乌海基地当年投产当年盈利，且盈利水平还未充分体现

2009 年上半年乌海黑猫亏损 207 万元，随着项目投产，下半年盈利 386 万元，全年盈利 179 万元，尽管先期投产的生产线需分摊较多折旧，但乌海黑猫仍实现了当年投产当年盈利的良好业绩，从而充分体现了公司技术水平和能力；09 年乌海基地炭黑产量约 5 万吨，而乌海 1、2 两条线是 6 月 19 号投产，3 线是 11 月 17 日投产，因而生产线投产后基本上是满负荷生产；乌海 4 线预计 10 年上半年投产，这样乌海的盈利能力就会更好的体现出来。目前乌海的煤焦油价格 2200 元/吨，较其他地区低 400 元/吨，如果按此测算毛利率要高 8 个百分点以上。

依靠国内煤焦油资源优势抢占国际炭黑市场

09 年公司出口炭黑 2.3 万吨，公司计划 10 年出口 6 万吨，1 月份炭黑出口数量就已经达到 6000 吨以上，公司炭黑出口势头强劲，全年出口量有望超过公司的计划，公司出口数量的大幅增加说明公司的产品质量符合国外客户的标准和要求，同时说明黑猫的炭黑产品具有价格优势；炭黑的原料有乙烯焦油和煤焦油两种，国际上炭黑企业主要以乙烯焦油为主，随着原油价格上涨，乙烯焦油价格也出现大幅上涨，国外以乙烯焦油为原料的炭黑生产企业优势不在，而中国是全球最大的焦炭生产和出口国，因而国内的煤焦油资源相对丰富，黑猫的炭黑是以煤焦油为原料，和国外的炭黑产品相比，原料优势造就了公司的成本优势。

黑猫股份（002068）

维持

买入

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

分析日期：2010 年 02 月 25 日

当前股价：19.00 元

目标价格 6 个月：25.00 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
1.2/4.6	-0.6/5.7	145.7/108.3

12 月最高/最低价 (元) 20.25/6.42

总股本 (万股) 19,224

流通 A 股 (万股) 19,224

总市值 (亿元) 36.53

流通市值 (亿元) 36.53

近 3 月日均成交量 (万) 269

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



国内轮胎产品结构变化，炭黑内需依然旺盛

09 年国内轮胎产量 6.5 亿条，同比增速 18.11%，受特保案影响，国内轮胎产量增速有所放缓，但是炭黑的需求并未出现下降，主要原因就是轮胎的产品结构发生变化，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%，因为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，因而载重胎市场需求状况对炭黑需求更有决定性影响，经济复苏将会推动国内货运量增加，进而刺激载重胎的需求，这也就是轮胎单月产量下降，但炭黑需求并未下降的重要原因。

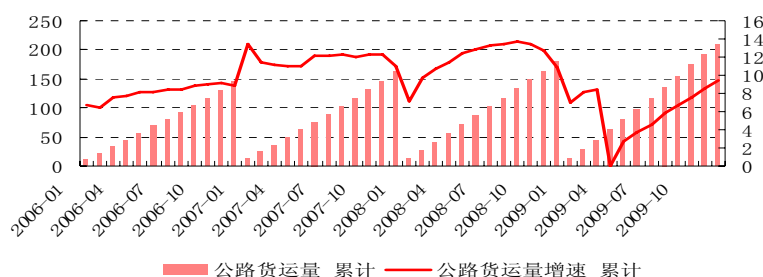
表 1：2008 年国内轮胎消费炭黑估算

	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

图 1：国内公路货运量

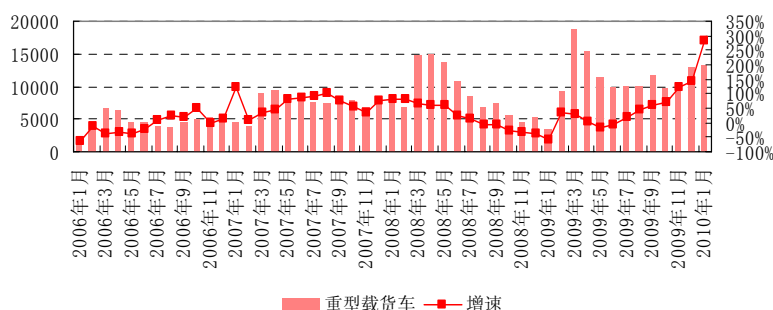
单位：亿吨



资料来源：中信建投证券

图 2：国内重型载货车销量

单位：辆



资料来源：中信建投证券



品牌和质量是炭黑行业竞争的主要因素，公司作为行业龙头受益明显

由于国内轮胎企业的大型化，国内轮胎企业对炭黑的产品质量和供货的稳定性提出了更高要求，而国内的小炭黑企业不能满足轮胎企业的上述要求，因而轮胎行业集中度的提高，将促进炭黑行业集中度提高。这就是为什么国内的炭黑企业开工率不高，小炭黑企业产品销售价格低反而销售不出去的重要原因，而黑猫股份开工率在 90%以上，产品价格比行业同类产品吨价高几百元，公司作为炭黑行业龙头将会受益于轮胎行业集中度的提高。

品牌和质量促使公司产品具有成本转移能力

炭黑并不是一个无差异的产品，不同轮胎产品对炭黑的质量标准要求并不相同，且炭黑质量会对轮胎的产品性能产生重要影响，而炭黑仅占轮胎成本的 7%左右，因而轮胎企业更注重的是炭黑的质量而非价格，公司做为炭黑行业龙头，产品质量优良，符合下游客户需求，因而，公司在煤焦油价格上涨的形势下，具有涨价能力，保持 20%的毛利率水平。

原料本地化扩张，是公司的战略发展方向

乌海基地当年投产当年盈利，原料本地化战略优势已经体现，10 年上半年，乌海的 4 线将会投产，；邯郸基地是公司布局的下一个基地，目前处于环评阶段，预计 10 年 10 月一期投产，这样可以覆盖华北市场，公司的原料本地化扩张策略，将使公司竞争优势愈加明显。

维持“买入”评级

2010 年，国内汽车保有量将达 7600 万辆，巨大的汽车保有量将会带动国内替换胎市场，且这块对轮胎的需求将是持续稳定增加的，10 年国内汽车产量将保持 15%以上的增速，这会带动配套胎市场，虽然，出口市场受到特保案影响，但竞争优势来看，中国轮胎生产成本和产业链配套优势明显，国际轮胎巨头纷纷在华扩建工厂，这些都会带动炭黑需求，因而，黑猫股份可以作为中长线投资品种，我们预计公司 10 年和 11 年 EPS 为 1.17 和 1.56 元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2008A	2009A	2010F	2011F
主营收入（百万）	1775.4	1862.7	2908	3701
主营收入增长率	28.60%	33.6%	56.18%	27.3%
净利润（百万）	2.89	79.06	224.36	298.85
净利润增长率	-94.46%	2639.4%	183.7%	33.2%
EPS（元）	0.02	0.41	1.17	1.56
P/E	550.0	46.3	16.3	12.2
P/B	5.9	6.3	4.8	3.7



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。



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

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

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

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。

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)