

09年业绩优良，10年会更好

——黑猫股份（002068）年度报告点评

2010年2月24日

推荐/维持

黑猫股份

财报点评

杨若木 基础化工行业分析师
yangrm@dxzq.net.cn 010-66557316

事件：

公司实现主营业务收入 186,267.13 万元，较上年同期增长 4.92%，实现主营业务利润 36,140.37 万元，较上年同期增长 33.60%，实现净利润 7,906.17 万元，比上年同期增长 2,639.40%，实现每股收益为 0.41 元，同比增长。黑猫股份公司共生产炭黑 32.81 万吨，销售炭黑 32.55 万吨，实现产销率 99.21%。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	900.6	1,469.43	1,775.38	284.01	763.64	1,284.45	1,862.67
增长率（%）	53.21	56.08	28.6	-24.96	-15.21	-12.59	4.92
毛利率（%）	15.73	17.16	15.44	19.00	19.30	19.71	19.40
期间费用率（%）	11.6	11.21	12.64	17.24	13.98	13.22	12.75
营业利润率（%）	3.26	4.92	0.13	1.13	4.5	5.88	5.94
净利润（百万元）	24.35	60.3	6.02	-5.92	19.45	53.51	83.88
增长率（%）	-23.96	16.95	-96.09	-147.83	-16.6	-4.67	2,639.37
每股盈利（季度，元）	0.134	0.325	0.02	-0.031	0.093	0.26	0.41
资产负债率（%）	63.48	67.27	68.68	70.7	74.23	75.38	71.97
存货周转率（%）	3.52	5.23	9.03	1.64	3.95	5.78	7.65
应收帐款周转率（%）	3.03	3.91	5.8	0.87	2.17	3.26	5.09

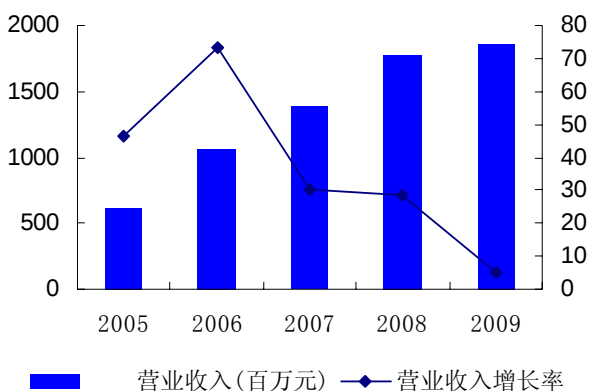
评论：

积极因素：

- 二季度开始公司的业绩开始好转。公司一季度因受2008年金融危机影响，销售收入和营业利润均出现较大幅度回落，于2月下旬随着国家积极的货币政策和加大固定资产投资以及汽车行业振兴计划等一系列经济刺激计划的陆续出台，炭黑行业在一季度末出现了探底回升行情，行业景气度持续回暖。公司在一季度亏损0.03元，而二季度开始单季度每股收益实现了0.10元以上。
- 毛利率上涨，由2008年的15.44%上涨至19.40%。公司生产设备总体保持了较高的开工率，同时由于受汽车行业刺激计划的影响，炭黑下游行业需求旺盛，炭黑产品价格能够充分消化原材料价格上涨所增加的成本，因此炭黑产品毛利率较去年同期有所上升。

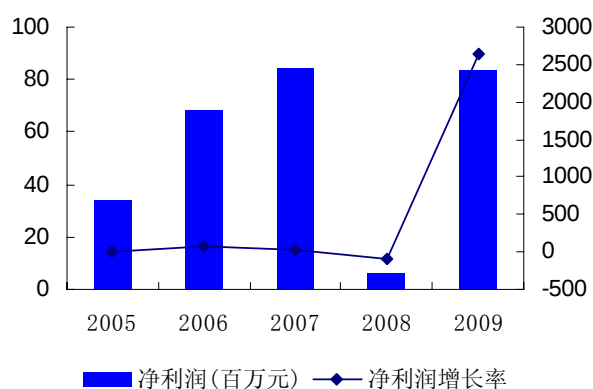
- 财务费用较上年同期下降了1.21个百分点。主要原因为2009年度整体利率水平低于2008年度和2009年度公司下游需求旺盛，资金回笼质量较好，票据回笼比例有所下降，从而票据贴现所需费用相应降低。
- 公司下游需求旺盛，资金回笼质量较好，票据回笼比例有所下降，从而票据贴现所需费用相应降低。
- 2010年扩大内需仍然是国内发展重点，汽车行业首当其冲，国内轮胎企业对炭黑的需求状况不用担心。特保案针对的是乘用车胎，属于小型车胎，耗碳黑较少，而耗碳黑量较大的是载重车和工程车胎受到影响较小。新建产能方面，09和10年除了卡博特的8万吨和云南云维的产能，国内新增产能较少，所以公司的新建产能不会对公司发展产生较大影响。

图 1：营业收入及其增长情况分析



资料来源：Wind 资讯

图 2：营业利润及其增长情况分析

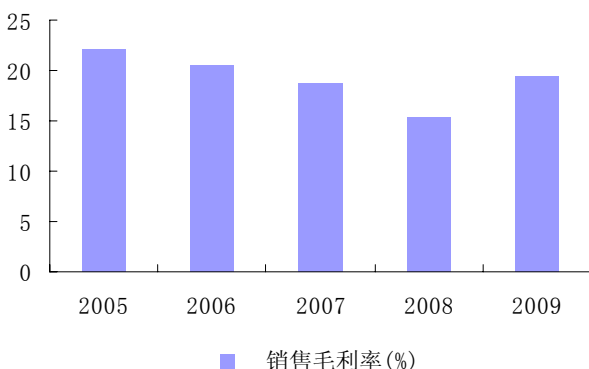


资料来源：Wind 资讯

消极因素：

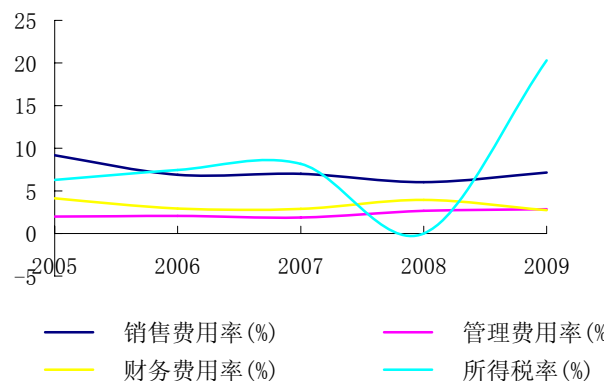
- 销售费用率较上年上升1.03个百分点。主要原因为，2009年度公司整体销售价格水平较上年有较大幅度下降和2009年度新增乌海黑猫销售的开发费用、运输费用。
- 管理费用率变化不是很大，有小幅的上扬，由2.68%上涨至2.87%，和销售费用的增加原因相似。
- 所得税费用同比大幅度增长2802%，主要是公司2009年度生产经营良好，业绩较上年大幅度增长所致。

图 3：销售毛利率情况分析



资料来源：Wind 资讯

图 4：费用率情况分析



资料来源：Wind 资讯

业务展望:

目前，公司已经拥有了42万吨的产能，今年上半年在乌海还有4万吨炭黑项目预计建成投产，收购的邯郸黑猫16万吨炭黑预计2012年投产，使产能在2012年达到62万吨。

盈利预测

我们维持预测公司 10-11 年的每股收益分别为 0.80 元、1.02 元。

投资建议:

2010 年汽车消费仍然是内需重点。美国轮胎行业的特保案对中国工程胎和载重胎生产企业影响不是很大，也就是对黑猫股份下游客户影响较小，看好未来黑猫股份未来的发展，给予“推荐”评级。

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,380.52	1,775.38	1,862.67	2,922.31	3,711.54
营业成本	1,120.53	1,501.27	1,501.27	2,368.53	3,007.95
营业费用	96.53	107.08	132.75	175.34	222.69
管理费用	26.16	47.63	53.51	73.06	92.79
财务费用	39.78	69.69	51.32	64.51	79.99
投资收益	(0.11)	(1.24)	(0.42)	0.00	0.00
营业利润	89.74	2.36	110.71	230.04	294.52
利润总额	92.05	(0.63)	105.25	230.04	294.52
所得税	7.51	(6.65)	21.38	34.51	44.18
净利润	84.54	6.02	83.88	195.53	250.35
归属母公司所有者的 净利润	73.78	2.89	79.06	190.53	245.35
NOPLAT	118.95	(692.88)	129.12	250.37	318.33
每股净收益（元）	0.83	0.02	0.41	0.80	1.02

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	232.02	272.47	229.61	496.79	630.96

交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	282.12	330.17	402.22	560.44	711.80
预付款项	43.77	26.99	74.96	46.84	61.88
存货	186.11	146.22	246.10	304.99	387.33
流动资产合计	985.12	896.53	1,140.08	1,717.17	2,183.29
非流动资产	553.69	860.04	1,129.51	1,096.50	1,198.91
资产总计	1,538.81	1,756.57	2,269.59	2,813.68	3,382.20
短期借款	542.50	581.50	753.50	1,286.85	1,520.66
应付帐款	112.20	155.41	327.38	240.10	304.92
预收款项	17.41	40.72	16.16	89.69	126.81
流动负债合计	910.47	1,155.72	1,358.42	2,071.99	2,512.84
非流动负债	46.98	50.69	275.10	50.96	50.96
少数股东权益	78.17	35.15	40.61	45.15	50.15
母公司股东权益	503.20	515.01	595.46	645.57	768.25
净营运资本	74.65	(259.18)	(218.34)	(354.82)	(329.55)
投入资本 IC	947.85	897.20	1,329.96	1,518.79	1,746.10

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	84.54	6.02	83.88	195.53	250.35
折旧摊销	35.90	46.62	112.61	88.82	97.59
净营运资金增加	(70.76)	(333.83)	40.84	(10.91)	25.26
经营活动产生现金流	(51.58)	429.11	538.21	190.14	303.62
投资活动产生现金流	(185.94)	(366.75)	(283.70)	(200.60)	(200.60)
融资活动产生现金流	95.72	(51.91)	27.13	171.53	31.15
现金净增（减）	(141.81)	10.45	281.64	161.07	134.17

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。