

2010年06月13日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 12.76-14.78 元

具有成本优势的国内炭黑龙头

——龙星化工(002442)新股研究

核心观点

申购建议

我们认为公司的合理股价为14.18-16.42元,考虑锁定期,建议按10%的折扣进行申购,对应的询价区间为12.76-14.78元。

主要依据:

公司成立于2004年8月,前身是1994年1月成立的沙河市炭黑厂,实际控制人是刘江山。

公司专注于炭黑的生产和研发,该产品主要用在橡胶轮胎领域。以2009年的数据计算,公司炭黑产量位居全国第三,产能位居全国第五,市场占有率是6.46%,是国内的龙头炭黑企业;炭黑业务贡献公司2009年收入的98%、毛利总额的94%。

公司炭黑业务盈利能力显著好于其他同行,主要得益于公司具备良好的成本优势:(1)电力完全自给;(2)离原材料及终端用户距离近;(3)研发能力较强,使得技术经济指标较好。

此次公司向社会公开发行人人民币普通股5,000万股,拟募集5.6亿元建12万吨炭黑产能、42MW炭黑尾气发电能力。该项目完全达产后将能在一定程度上缓解其产能增长滞后于客户需求的矛盾。

我们预计公司2009-2011年全面摊薄EPS分别为0.61元、0.75元、0.88元。我们认为给予公司2011年19-22倍的PE估值是合理的,这对应着14.18-16.42元的价格,考虑锁定期,建议按10%的折扣进行申购,对应的询价区间为12.76-14.78元。

基础数据

发行股数(万股)	5000
发行后总股本(万股)	20000
发行后全面摊薄每股	0.35
收益(2009年,元)	
建议询价区间(元)	12.76-14.78

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	968	1295	1629	1889
同比增速(%)	8%	34%	26%	16%
净利润(百万)	69	121	149	176
同比增速(%)	126%	75%	23%	18%
EPS(元)	0.46	0.61	0.75	0.88

研究员:王招华

电话: 010-84183230

Email: wangzhaohua@guodu.com

执业证书编号: S0940209080156

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1: 公司本次发行情况

公司名称	龙星化工股份有限公司
公司简称	龙星化工
发行地	深圳
申购日期	2010-6-23
申购代码	002442
发行股数(万股)	5,000
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	20,000
每股收益(2009)年	0.46
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.35
发行前每股净资产(元)	1.99

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

2、公司基本情况

2.1 公司概况: 国内橡胶用炭黑龙头企业

以 2009 年的数据计算, 公司产量位居全国第三, 产能位居全国第五, 市场占有率是 6.46%, 是国内的龙头炭黑企业。

图表 2: 全国主要炭黑企业(单位: 万吨)

序号	企业名称	产能	产量	开工率	市场占有率
1	黑猫炭黑	40	32.82	82.06%	11.59%
2	卡博特化工	42	32	76.19%	11.30%
3	河北龙星化工	18	18.28	91.39%	6.46%
4	苏州宝化	14	14.76	105.46%	5.21%
5	华东橡胶材料	20	13.62	68.10%	4.81%
6	台湾中橡	20.5	12.89	62.88%	4.55%
7	石家庄新星化炭	10	9.49	94.88%	3.35%
8	大石桥辽滨	13	8.4	64.63%	2.97%
9	河北大光明	11	7.99	72.60%	2.82%
10	山西永东	8	6.79	84.89%	2.40%
11	青岛赢创	7	6.7	95.71%	2.37%
12	青州博奥	13.5	6.38	47.23%	2.25%
13	山东贝斯特	8	6.12	76.54%	2.16%
14	杭州富春江	8.5	5.77	67.91%	2.04%
15	茂名环星	6	4.93	82.14%	1.74%
	其他	192.9	96.18	49.86%	33.97%
	合计	434.4	283.13	65.18%	100%

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

公司专业从事橡胶用炭黑的生产和销售, 主要产品炭黑包括 N100、N200、N300、N500、N600、N700 等六个系列的十多个品种, 供应下游轮胎企业生产各种轮胎。

图表 3: 炭黑的国际分类及用途

组序	系列名称	粒径 (nm)	用途
1	N100	40501	耐磨性极高, 主要用于特种轮胎的胎
2	N200	20-25	较高的拉伸强度和较好的耐磨性, 主要用于一般的

3	N300	26 - 30	乘用车胎面和全钢载重子午胎胎面
4	N400	31 - 39	
5	N500	40 - 48	
6	N600	49 - 60	弹性好、生热低，主要用于各种轮胎的胎侧和内胎
7	N700	61 - 100	主要用在机械制品和鞋底
8	N800	101 - 200	
9	N900	201 - 500	

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

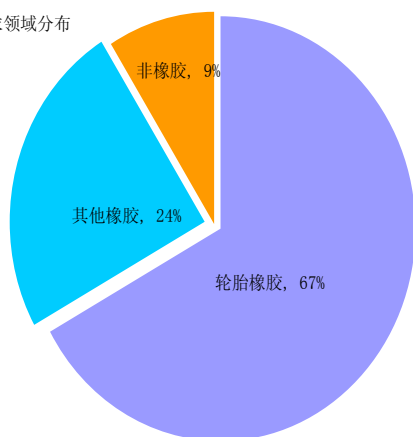
2.2 所处行业趋势：受益于世界车辆工业重心向中国转移

国内炭黑的 67%用在轮胎橡胶领域。根据经验数据，轿车胎炭黑单耗约为 1.6Kg/条、轻卡胎 2.4 Kg/条、载重胎 10.4 Kg/条、工程胎 60 Kg/条。而轮胎的数量又与车辆保有量及车辆新增产量息息相关。

图表 4：轮胎橡胶是中国炭黑最主要的需求领域

图表 5：不同类型的车辆对原配和替换胎的需求

国内炭黑需求领域分布



轮胎类别	车辆类别	原配胎需求 (条)	替换系数 (条/辆年)
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中型载重卡车	11	1.5
	重型载重卡车	16-22	10-22
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	4	2-5
工程胎	装载机	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：中国橡胶工业协会、国都证券研究所

资料来源：中国橡胶工业协会、国都证券研究所

2009 年，中国汽车产销量分别为 1383 万辆、1364 万辆，分别同比增长 43.80%、45.46%，增速较 08 年提高明显，汽车产销量均创历史新高，居世界第一位。至 2009 年底，我国汽车保有量已达 7619.31 万辆，同比增长 17.81%。

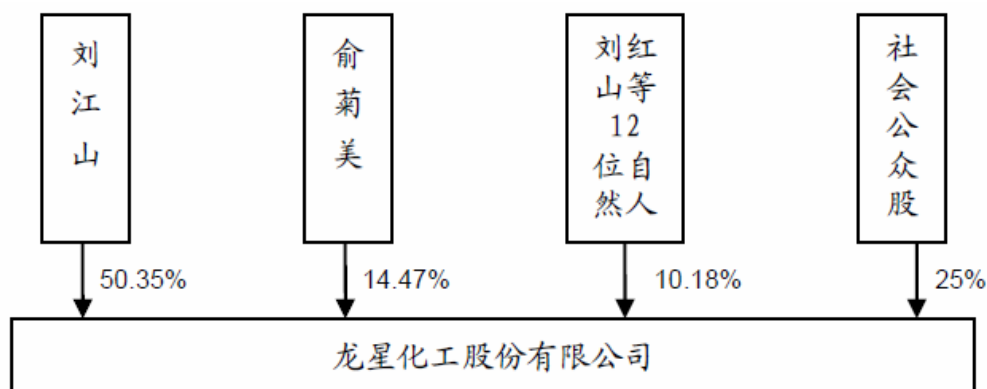
在汽车业的带动下，中国轮胎行业也呈现大发展。1986 至 2009 年的年均复合增长率高达 16%，2009 年轮胎产量达到 6.55 亿条，同比增长 19.87%，中国成为世界最大的轮胎生产和出口国。

我们预计未来几年内，世界车辆工业重心向中国转移的趋势将会继续。根据中国橡胶工业协会的预测，2009 年、2010 年我国轮胎行业产量将分别为 37,800 和 40,446 万条，年均增长 7.50%。其中子午胎产量将分别为 29,808 和 34,279 万条，这也意味着炭黑的需求将得到保障。

2.3 股权结构：实际控制人是刘江山

龙星化工董事长刘江山持有公司 10069 万股，占发行前总股本 1.5 亿股的 67.13%，为公司实际控制人；总经理俞菊美持有 2894 万股，占发行前总股本的 19.30%，公司核心高管马宝亮、管亮、徐刚、江浩、孟奎、魏亮等均持有公司股份。此次公开发行 5000 万股，发行后公司总股本为 2 亿股，发行后董事长刘江山持股 50.35%，总经理俞菊美持股 14.47%，刘红山等 12 位自然人持股 10.18%。

图表 6：公司发行后股权结构图



资料来源：招股意向书、国都证券研究所

3、公司经营情况

3.1 收入及利润分析：炭黑业务是公司的主要收入及利润来源

公司主营业务是炭黑，该业务贡献公司 2009 年收入的 98%、毛利总额的 94%；电力业务贡献公司 2009 年收入的 2.43%，毛利总额的 604%。

图表 7：公司销售收入和毛利结构

	收入结构			毛利结构		
	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年
炭黑业务	97.98%	97.51%	97.57%	96.25%	94.17%	93.95%
电力业务	1.84%	2.44%	2.43%	3.30%	5.62%	6.04%
其他业务	0.18%	0.05%	0.00%	0.45%	0.21%	0.00%

资料来源：招股说明书、国都证券研究所

2009 年公司总收入的 4.76%来自出口业务。

图表 8：出口对公司的收入贡献逐年递减

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
单位：亿元	收入	比例	收入	比例	收入	比例
国内市场	6.18	98.57%	8.05	89.97%	9.22	95.24%
国际市场	0.09	1.43%	0.90	10.03%	0.46	4.76%
合计	6	100%	9	100%	10	100.00%

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

3.2 成本分析：公司成本优势显著

公司的毛利率显著高于国内同行，由于公司的产品售价并不显著高于同行，只能说明其成本优势显著，这主要体现在如下几个方面：

图表 9：公司的毛利率显著高于同行

		2007	2008	2009
毛利率	黑猫股份	18.83%	15.44%	19.40%
	海印股份	19.93%	13.12%	10.58%
	龙星化工	26.50%	22.76%	23.62%
净利率	黑猫股份	6.12%	0.34%	4.50%
	海印股份	-	-	-
	龙星化工	16.57%	3.43%	7.16%
ROE	黑猫股份	15.62%	0.57%	14.26%

海印股份	-	-	-
龙星化工	33.10%	9.56%	18.97%

资料来源：WIND、招股说明书、国都证券研究所

（1）电力完全自给。

公司在建设炭黑生产线的时候，建设了配套的尾气发电装置，在实现炭黑生产用电全部自供的同时，剩余电力对外销售。行业内近部分企业配备了尾气发电装置，大多数企业将炭黑尾气直接销售，用于焦炉加热。公司自产电力的成本为 0.115 元/度，外部购电价格为 0.615 元/度。报告期内，公司尾气发电对毛利率的贡献约为 3.21%。

图表 10：电力自给率高显著降低了公司的成本

	2007 年	2008 年	2009 年 1-9 月
每吨炭黑用电量（度）	372.08	381.56	309.7
每吨炭黑用电成本（元）	42.79	43.88	43.42
外购电力成本（元）	228.83	234.66	190.46
节约成本（元）	152.58	190.78	186.04
毛利贡献	3.47%	3.07%	3.09%

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

（2）产地周围上下游集聚效应明显。

龙星化工位于河北省沙河市，周边地区焦化、轮胎等炭黑上下游企业集中，区域上下游配套能力较强，节约了运输成本、时间成本等交易成本，在产业集聚过程中与上下游结合紧密合作关系，从而在市场竞争中占据先机。

河北、河南、山西等地区拥有大量的钢铁、焦化企业，焦炭生产过程中副产的煤焦油资源丰富，在龙星化工周围 100 公里范围内，即有约 5300 万吨/年的焦炭产能，保守估计煤焦油供应能力达到 186 万吨，煤焦油资源丰富，保证了公司所需煤焦油的供应。

与河北相邻的山东、河南是我国重要的轮胎生产基地，其中仅山东省的轮胎产能就占据全国约 40%。在龙星化工周围 500 公里范围内，下游轮胎客户的炭黑需求量就达到了约 118 万吨，龙星化工发挥其区位优势，更好地为下游客户提供个性化的贴身服务。

图表 11：煤焦油占公司总成本的 50%-60%

总成本分解	2007 年	2008 年	2009 年
煤焦油	40.87%	48.87%	60.73%
蒽油	28.73%	24.98%	13.28%
乙烯焦油	5.24%	1.46%	0.22%
混合油	2.52%	5.47%	7.03%
合计	77.36%	80.78%	81.26%

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

图表 12：运输费用是公司的重要成本费用之一

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年度
销售费用（万元）	3,877	6,495	6,522
炭黑的运输费用（万元）	2,835	5,138	5,549
运输费用占销售费用的比例	73.11%	79.12%	85.08%
炭黑销量（万吨）	11.45	14.26	18.84
单位运输费用（元/吨）	248	360	295

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

图表 13：龙星化工周围 100 公里煤焦油的资源供应不完全统计

序号	企业名称	产地	焦炭产能 （万吨/年）	煤焦油供应量 （万吨/年）
----	------	----	----------------	------------------

1	邯鄲彭楠焦化有限公司	峰峰	300	10.5
2	河北峰煤焦化有限公司	峰峰	300	10.5
3	河北华丰煤化电力有限公司	武安	260	9.1
4	邢台旭阳焦化有限公司	邢台	240	8.4
5	邯钢集团邯宝钢铁有限公司	邯鄲	220	7.7
6	金牛天铁煤焦化有限公司	武安	220	7.7
7	河北旭阳焦化有限公司	定州	200	7
8	建滔(河北)化工有限公司	邢台	200	7
9	河北钢铁股份有限公司邯鄲分公司(邯钢)	邯鄲	200	7
10	邯鄲承先焦化公司	磁县	200	7
	其他		2970	103.95
	合计		5310	185.85

注：公司 2009 年对煤焦油的消耗量为 22 万吨

资料来源：公司资料，国都证券研究所

图表 14：龙星化工周围 500 公里范围内国内用户炭黑需求量不完全统计

序号	企业名称	炭黑需求量(万吨/年)
1	三角集团有限公司	13
2	玲珑集团	10
3	风神轮胎股份有限公司	8.8
4	山东沪河集团总公司	8
5	青岛双星集团公司	8
6	兴源轮胎集团	6.6
7	山东三泰轮胎橡胶有限公司	6.5
8	赛轮有限公司	6
9	山东省三利轮胎制造有限公司	5
10	固铂成山(山东)轮胎有限公司	5
	其他	40.8
	合计	117.7

注：2009 年公司的炭黑销量仅在 19 万吨

资料来源：公司资料，国都证券研究所

(3) 技术经济指标突出

技术经济指标突出也是公司成本较低的重要原因之一。

图表 15：公司自主设计反应炉提升各项指标水平(以某条生产线为例)

指标	原反应炉	自主设计反应炉
燃料单耗 NM3/t	196	183
原料单耗 t/t	1.505	1.433
综合单耗 t/t	1.683	1.599
电单耗 kwh/t	333	270
日产量 t/d	57.862	70.03
优等品率%	76.94	97.87

资料来源：公司资料，国都证券研究所

图表 16：提高预热温度、反应炉火焰温度明显提升生产技术水欧普(以品种为例)

指标	空气预热器温度从 659 提升至 850	火焰温度从 1927 提升至 2050
燃料单耗 NM3/t	-76.6	-7
原料单耗 t/t	-0.099	-0.016
综合单耗 t/t	-0.169	-0.023
电单耗 kwh/t	-14	-31
日产量 t/d	9.412	0.657

优等品率%	4.9	7.57
-------	-----	------

资料来源：公司资料，国都证券研究所

3.3 募集资金投向：5.6亿元建12万吨炭黑产能，42MW炭黑尾气发电能力

公司募集资金项目包括 2*4 万吨/年硬/软质炭黑生产线、2*4 万吨/年硬质炭黑生产线，以及 6MW 和 15MW 炭黑尾气发电工程。其中年产 4 万吨软质炭黑生产线已于 08 年开工建设，09 年上半年建成投产。募集资金项目建成后，公司产能将达到 30 万吨/年炭黑、42MW 炭黑尾气发电能力，解决公司受资金限制产能增长滞后于客户需求的矛盾。

图表 17：公司募集资金投向

序号	项目名称	总投资（万元）
1	河北沙河本埠 2*4.0 万吨/年硬/软质新工艺炭黑生产线	20,090
2	6MW 炭黑尾气发电工程	4,855
3	河北沙河本埠 2*4.0 万吨/年硬质新工艺炭黑生产线	25,057
4	15MW 炭黑尾气发电工程	5,993
	合计	55,995

资料来源：公司资料，国都证券研究所

4、盈利预测和投资建议

4.1 主要假设条件

（1）公司主要产品产销量、价格假设如下图表所示；

（2）公司 2010-2012 年销售费用率、管理费用率占销售收入的比重与 2009 年基本相同；

（3）公司 2010-2012 年所得税率与 2009 年基本相同。

图表 18：公司主要产品销量、价格和毛利假设

		2009 年	2010E	2011E	2012E
销量	炭黑销量（万吨）	18.84	20.68	26	30
	发电销售量（万度）	6931	7376	9600	13900
销售单价	炭黑（元/吨）	5,013	6,148	6,148	6,148
	电力（元/度）	0.34	0.32	0.32	0.32
毛利率	炭黑业务	0.23	0.23	0.225	0.225
	电力业务	0.59	0.6	0.6	0.6

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

4.2 盈利预测结果

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.75 元和 0.88 元。

图表 19：龙星化工（002442）盈利预测结果

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	968	1295	1629	1889
营业成本	739	988	1251	1447
营业税金及附加	7	9	12	14
营业费用	65	87	110	127
管理费用	31	42	52	61
财务费用	35	20	19	20
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	10	10	10

投资净收益	0	0	0	0
营业利润	88	156	192	227
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	91	158	195	229
所得税	21	37	46	54
净利润	69	121	149	176
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	69	121	149	176
EBITDA	158	213	260	306
EPS (元)	0.46	0.61	0.75	0.88

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

4.3 投资建议

由于公司 2010-2012 年净利润复合增长率为 36%，我们认为给予公司 2011 年 19-22 倍的 PE 估值是合理的，这对应着 14.18-16.42 元的价格，考虑锁定期，建议按 10% 的折扣进行申购，对应的询价区间为 12.76-14.78 元。

5、风险提示

原材料价格波动、营运资金紧张的风险。公司 80% 左右的成本来自煤焦油等原材料。如果原材料宽幅波动，将对本公司的生产经营产生一定影响。在原材料价格出现上涨的情况下，一方面会挤压公司利润，另一方面原材料采购将占用更多的资金，会增大公司的流动资金压力。

行业景气及国家政策波动风险。公司的产品主要应用轮胎领域等领域，如果该领域的相关政策有变，将会对公司造成不利影响。

实际控制人风险。公司实际控制人是一名自然人，不排除其利用对公司的控制地位，对本公司发展战略、人事任免、生产经营决策、对外投资、利润分配等重大问题施加决定性的影响。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com