

新股研究报告

基础化工
炭黑
龙星化工

合理价值区间： 12.18~13.34 元

2010 年 6 月 18 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	200.00/50.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
上证综指/深圳成指	2655.77/10495.65
发行股本(百万股)	50.00

财务数据

净资产值(百万元)	397.95
每股净资产(元)	2.65
资产负债率	55.69%

新股投资价值分析

自主创新打造炭黑奇葩

●产业转移推动中国成为炭黑产销第一大国

汽车产业的转移带动上游轮胎、炭黑产业重心的转移，以中国为代表的亚洲地区承接产业转移发展为新的中心。2009 年亚洲地区炭黑产量已占世界总产量的 52%。中国炭黑行业凭借下游市场规模及成本优势，成为世界炭黑产销第一大国；2000-2009 年产量、出口量的年均复合增长率 17%、29.7%，2009 年产量、表观消费量达 283 万吨、276 万吨。

●规模效应促进行业集中度提升

轮胎企业大型化要求上游炭黑企业增强优质产品供货能力，推动具有规模优势的炭黑企业竞争优势提升，规模型炭黑企业开工率明显高于小型炭黑企业。世界巨头卡博特、德国赛、哥伦比亚占据约全球 50% 的市场，中国前三大炭黑生产企业黑猫、卡博特、龙星化工的市场占有率不到 30%，炭黑行业集中度将在产业整合中进一步提升，规模企业竞争优势明显。

●自主创新推动竞争力持续提升

龙星化工通过引进业内精英组建优秀团队，自主创新推动生产管理水平提高、高端客户开发。通过自主创新设计制造炭黑反应炉、“油改气”、提高预热器及火焰温度、尾气发电等实现降低生产成本、提高生产效率；通过开发固特异、米其林、住友、锦湖、佳通等高端客户，提升品牌形象及盈利能力。

●风险提示

我国轮胎行业出口可能面临一定困难，主要原料天然橡胶及合成橡胶价格上涨，可能影响轮胎行业景气程度，影响炭黑行业盈利水平。

●合理价值区间 12.18~13.34 元/股

公司绝对估值为 12.20~16.28 元/股，相对估值为 12.18~13.34 元/股，基于公司自主创新能力、预期良好盈利能力与成长，我们建议公司合理价值区间为 12.18~13.34 元/股，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 26.5~29.0X。

化工研究小组

分析师：李晨

电话： 021-60875160

E-mail: lichen@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209040328

联系人：张栋梁

电话： 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	895	968	1,295	1,630	1,889
(+/-%)	42.8%	8.1%	33.7%	25.9%	15.9%
净利润(百万元)	31	69	116	146	173
(+/-%)	-70.5%	125.9%	67.2%	26.4%	18.0%
每股收益(元)	0.20	0.46	0.58	0.73	0.86
EBIT Margin	11.03%	12.94%	13.56%	13.10%	13.28%
净资产收益率 (ROE)	9.12%	17.41%	10.73%	12.39%	13.26%
市盈率 (PE)	74.71	32.48	25.90	20.49	17.36
EV/EBITDA	22.00	17.08	17.47	14.13	12.12
市净率 (PB)	6.69	5.65	2.78	2.54	2.30

投资摘要

合理价值区间 12.18~13.34 元/股

产业转移推动我国成为世界汽车产业重心,进而带动我国汽车上游产业链的快速发展,市场需求和成本优势推动我国成为世界炭黑产销第一大国。轮胎企业大型化推动规模型炭黑企业竞争优势明显,龙星化工将在产业整合、行业集中度提升过程中受益。

龙星化工优异的自主创新能力推动公司生产管理水平提升、开发高端客户,持续提升公司竞争优势及盈利能力。随着募集资金项目解决公司产能瓶颈,公司业绩将快速增长。我们预计公司 10-12 年的营业收入增长率为 33.7%、25.9%、15.9%,归属于母公司所有者净利润增长率为 67.2%、26.4%、18.0%,未来三年净利润预期复合增长率约为 35.6%,预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.58、0.73、0.86 元。

公司绝对估值为 12.20~16.28 元/股,相对估值为 12.18~13.34 元/股,基于公司自主创新能力及预期良好盈利能力与成长,我们建议公司合理价值区间为 12.18~13.34 元/股,对应 09 年 EPS 的 P/E 为 26.5~29.0X。

核心假设

(1) 产业转移推动我国轮胎、炭黑行业快速成长,进而带动我国炭黑产量保持年均 15%的增长率;

(2) 龙星化工募集资金项目顺利投产,炭黑产能快速扩张。

产能规模扩张弹性大

龙星化工现有炭黑产能 18 万吨/年,相对规模较小。限制龙星化工规模扩张的主要因素在于资金限制,登陆资本市场将解决这个瓶颈。龙星化工具备自主建设 4 万吨/年生产线能力,下游客户需求快速增长将消化新增产能。

募集资金项目投产后,龙星化工炭黑产能将从 18 万吨/年增长至 30 万吨/年,产能规模扩张 67%,龙星化工产能规模扩张将推动公司经营规模、业绩快速增长。

核心假设的主要风险

1、煤焦油原料价格大幅波动的风险: 由于炭黑生产成本中,煤焦油原料成本占据 80%以上,煤焦油价格波动可能对利润水平产生影响,但龙星化工也具备向下游转嫁成本压力的能力;

2、轮胎行业景气下滑风险: 美国特保案后我国轮胎行业增长面临一定困难,主要原料成本天然橡胶及合成橡胶价格有所上涨,可能影响轮胎行业盈利能力,进而影响公司盈利水平。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	5
合理价值区间：12.18~13.34 元/股.....	6
绝对估值：12.20~16.28 元/股.....	6
相对估值：12.18~13.34 元/股.....	7
1、同业比较：12.76~15.18 元/股.....	7
2、类商业模式比较：12.18~13.34 元/股.....	8
结论：合理价值区间 12.18~13.34 元/股.....	8
产业转移推动中国成为炭黑产销第一大国.....	9
世界汽车工业重心转向中国.....	9
亚洲轮胎产量将占全球 55.6%.....	10
市场规模、成本优势推动中国炭黑行业快速增长.....	11
亚洲占据世界炭黑产量 52%以上.....	11
中国成为世界炭黑产销第一大国.....	12
性价比优势促炭黑出口快速增长.....	13
规模效应导致大型炭黑企业竞争优势突出.....	13
龙星化工：专业橡胶用炭黑供应商.....	15
专业橡胶用炭黑供应商.....	15
管理层控股理顺激励机制.....	15
引进业内精英组建优秀高管团队.....	16
精细化管理能力突出.....	16
自主创新推动竞争力持续提升.....	16
自主创新推动持续技术优势.....	16
具备自主研发炭黑反应炉能力.....	16
“油改气”降低燃料成本.....	16
提高预热器、反应炉火焰温度提升装置技术水平.....	16
起草行业标准奠定行业技术地位.....	17
成功开发高端客户.....	17
区域产业集聚推动上下游紧密合作.....	18
尾气发电实现资源综合利用.....	19
募集资金项目解决产能瓶颈.....	19
募集资金项目提升产能.....	19
财务分析.....	20
盈利能力优势明显.....	20
超越行业实现增长.....	20
稳健经营保持合理偿债能力.....	20
经营效率稳步提高.....	21

费用率将呈下降趋势	21
盈利预测: 10-12 年 EPS 为 0.58、0.73、0.86 元	22
核心假设的主要风险	22
附表 1: 财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
免责条款	24

图表目录

图 1: 汽车工业向中国转移.....	9
图 2: 美国、欧洲、日本汽车产量相对变化	9
图 3: 中国汽车产量快速增长	9
图 4: 2008 年轮胎各主要产地市场份额	10
图 5: 亚洲成为未来轮胎行业重心	10
图 6: 中国轮胎产量超越美国、日本	10
图 7: 中国轮胎产量快速增长	11
图 8: 世界炭黑产量缓慢增长	12
图 9: 世界炭黑开工率降低.....	12
图 10: 亚洲各国炭黑产量位居前列	12
图 11: 亚洲各国炭黑消费量位居前列	12
图 12: 中国炭黑下游需求分布	13
图 13: 中国炭黑产销量快速增长	13
图 14: 中国轮胎出口量稳步增长	13
图 15: 龙星化工销售收入构成	15
图 16: 龙星化工销售利润构成	15
图 17: 龙星化工发行后股权结构图	15
表 1: 三阶段模型的主要假设	6
表 2: 绝对估值的基本假设条件	6
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	6
表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	6
表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	7
表 6: 同行业公司估值指标对比	7
表 7: 技术服务型公司估值指标对比	8
表 8: 2009 年我国前 15 名炭黑企业	14
表 9: 自主设计反应炉提升各项指标水平	16
表 10: 提高预热器温度、炉温火焰温度明显提升生产技术水平	17
表 11: 龙星化工着力开发高端下游客户	18
表 12: 龙星化工 100 公里范围内原料油供应资源不完全统计	18
表 13: 龙星化工 500 公里范围内客户炭黑需求不完全统计	19
表 14: 募集资金项目及投资情况	19
表 15: 龙星化工盈利能力同业对比	20
表 16: 龙星化工成长能力同业对比	20
表 17: 龙星化工偿债指标同业对比	21
表 18: 龙星化工经营效率同业对比	21
表 19: 龙星化工偿债指标同业对比	21
表 20: 龙星化工分业务收入、毛利预测	22

合理价值区间：12.18~13.34 元/股

绝对估值：12.20~16.28 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行现金流贴现。1、过往行业年均增长率在 17%左右，公司收入增长率 24%超过行业平均增长率；预计未来至 2014 年的行业年均增长率为 15%，我们以 15%作为公司 2013-2014 年增长率，考虑未来可能的行业增长率下降，我们谨慎地以 10%作为半显性期增长假设；2、我们假设公司永续增长率为 1%。基于此假设下的 FCFF、APV、EVA 三种方式的公司估值分别为 12.70 元、16.28 元、12.20 元，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 27~35X。绝对估值的合理价值区间为 12.20~16.28 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	42.77%	8.15%	33.75%	25.88%	15.94%	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 / 销售收入	77.24%	76.38%	76.10%	76.53%	76.35%	76.35%	76.35%	76.35%	76.35%	76.35%	76.35%
管理费用 / 销售收入	4.02%	3.13%	3.02%	3.02%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税税率	22.08%	23.49%	23.71%	22.07%	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%
股利分配比例	118.12%	52.88%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	1.00%	实际所得税率 T	23.71%
无风险利率	2.50%	Ke	10.57%
行业平均 Beta	0.98	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	2400	E/(D+E)	81.25%
债务总额(D)	554	D/(D+E)	18.75%
Kd	5.30%	WACC	9.34%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
2.0%	16.68	15.18	13.89	12.78	11.81
1.5%	15.76	14.42	13.26	12.24	11.35
1.0%	14.97	13.76	12.70	11.77	10.94
0.5%	14.29	13.18	12.21	11.35	10.58
0.0%	13.68	12.66	11.77	10.96	10.25

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%
2.0%	19.46	18.10	16.94	15.95	15.10
1.5%	18.80	17.60	16.56	15.67	14.90
1.0%	18.28	17.21	16.28	15.47	14.76
0.5%	17.88	16.91	16.06	15.33	14.68
0.0%	17.57	16.69	15.92	15.24	14.65

资料来源：国信证券经济研究所

表 5: EVA 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
2.0%	16.39	14.64	13.13	11.82	10.68
1.5%	15.63	14.03	12.63	11.42	10.35
1.0%	14.97	13.49	12.20	11.06	10.06
0.5%	14.40	13.03	11.82	10.74	9.79
0.0%	13.90	12.61	11.47	10.46	9.55

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值: 12.18~13.34 元/股

我们以同业公司和类商业模式进行相对估值比较。

在可比同业公司选择中, 与龙星化工同行业的只有黑猫股份和海印股份, 其中海印股份的炭黑业务占比较小, 龙星化工盈利能力超越这两家公司, 因而存在一定程度的可比性。

龙星化工从事的炭黑业务, 为下游轮胎客户提供炭黑产品, 我们选择化工行业具有类似业务模式、经营业绩相对优异的红宝丽、金发科技、普利特、传化股份、德美化工作为类商业模式的可比公司。

我们以估值的两个核心变量——盈利能力和盈利增长对这些公司进行分别比较, 以期找出龙星化工合理的定价区间。

需要说明的是, 估值定价中, 资本开支取得收益的充分程度是龙星化工与可比公司比较的前提。可比公司上市时间较长, 资本开支已经取得充分收益, 龙星化工发行前状况与之相近, 可以用龙星化工发行前即未摊薄 EPS 作为定价基础。考虑到龙星化工此次 IPO 融资对短期盈利贡献有限, 摊薄结果将令龙星化工盈利能力打折、盈利增长低估, 因此在比较未来盈利预测的估值时, 需适当考虑给予龙星化工一定溢价空间。

1、同业比较: 12.76~15.18 元/股

龙星化工的 ROE 超过黑猫股份和海印股份, 成长性则受到行业经营环境波动及资金限制产能增长, 低于行业水平。待募集资金投产后公司, 未来三年净利润预期复合增长率约 35.6%。

参考可比公司黑猫股份、海印股份 2009 年 P/E 约为 33~36X, 对应龙星化工 09 年 EPS0.46 元的价格区间为 15.18~16.56 元/股; 可比公司 2010 年预测 P/E 约为 20~22X, 对应龙星化工 10 年预测 EPS0.58 元的价格区间为 11.60~12.76 元/股。

综合考虑, 参考同业公司的定价区间为 12.76~15.18 元/股。

表 6: 同行业公司估值指标对比

公司名称	盈利增长		盈利能力 (ROE)			05/28 收市价 (元/股)	09EPS (元/股)	P/E (X)	预测	
	2009	CAGR (07-09)	2007	2008	2009				10EPS (元/股)	P/E (X)
黑猫股份	2639%	3.52%	15.62%	0.57%	14.26%	11.16	0.32	34.9	0.51	21.9
海印股份	0.23%	3.09%	11.30%	18.57%	18.94%	12.97	0.29	44.7	0.54	24.0
平均	1320%	3.31%	13.46%	9.57%	16.60%			39.8		22.9
龙星化工	125.93%	-18.34%	33.10%	9.56%	18.97%		0.46	33~36	0.58	20~22

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

2、类商业模式比较：12.18~13.34 元/股

5 家类商业模式可比公司的平均盈利增长及 ROE 指标略高于龙星化工。对应的 09 年 P/E 为 20.5~51.4X，平均为 37.5X；10 年预测 P/E 为 18.6~35.4X，平均为 25.7X。龙星化工盈利增长和 ROE 均略低于平均水平，因而估值水平应处于中下游，我们以参考 09 年 P/E 约 26~29X，对应龙星化工 09 年 EPS0.46 元的价格区间为 11.96~13.34 元/股；参考 2010 年预测 P/E 约 21~23X，对应龙星化工 10 年预测 EPS0.58 元的价格区间为 12.18~13.34 元/股。

综合考虑，参考类商业模式的定价区间为 12.18~13.34 元/股。

表 7：技术服务型公司估值指标对比

公司名称	盈利增长		盈利能力 (ROE)			05/28 收市价 (元/股)	09EPS (元/股)	P/E(X)	预测	
	2009	CAGR (07-09)	2007	2008	2009				10EPS (元/股)	P/E(X)
红宝丽	48.16%	33.42%	23.82%	15.89%	20.91%	16.82	0.39	43.1	0.56	30.0
金发科技	-3.24%	-15.05%	22.20%	8.28%	9.82%	9.21	0.20	46.1	0.43	21.4
普利特	146.90%	64.14%	35.22%	26.42%	38.29%	36.48	0.71	51.4	1.03	35.4
德美化工	62.93%	16.18%	14.98%	15.42%	21.81%	19.97	0.76	26.3	0.87	23.0
传化股份	88.90%	20.13%	15.44%	11.65%	22.26%	14.14	0.69	20.5	0.76	18.6
平均	68.73%	23.76%	22.33%	15.53%	22.62%			37.5		25.7
龙星化工	125.93%	-18.34%	33.10%	9.56%	18.97%		0.46	26-29	0.58	21-23

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

结论：合理价值区间 12.18~13.34 元/股

在相对估值中，我们认为同业比较和类商业模式比较下的定价能够在一定程度上反映龙星化工在当前市场条件的价格，价格区间为 12.18~13.34 元/股，但这个价格基于公司过去盈利水平，并不符合公司价值由未来现金流贴现的原则，仅是用过去盈利增长作为未来盈利过程的权宜之计。

绝对估值则考虑公司未来盈利趋势，但包含较大主观成分，价格区间 12.20~16.28 元/股仍需要公司盈利预期在未来得到不断验证才能达到，目前具有一定的参考作用。

我们倾向于相对估值对龙星化工定价，参考绝对估值的定价，确定最终价格区间为 12.18~13.34 元/股，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 26.5~29.0X，对应 10 年 P/E 为 21.0~23.0X，属市场合理水平。

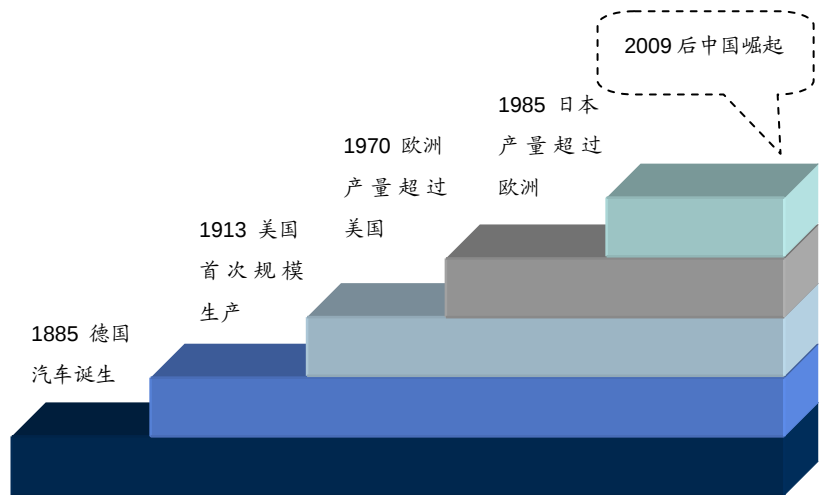
产业转移推动中国成为炭黑产销第一大国

世界汽车工业重心转向中国

自 19 世纪 80 年代汽车诞生起，100 多年以来汽车工业改变了世界的面貌，世界汽车工业也经历了重大变革。

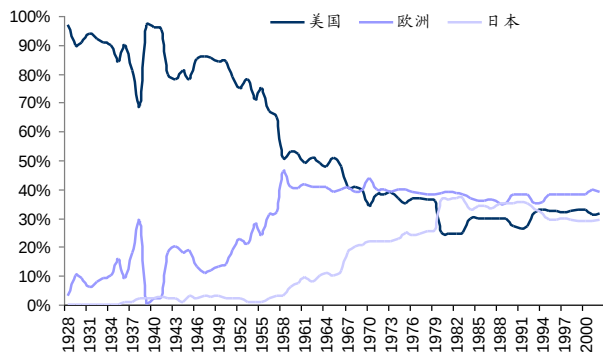
汽车首先诞生在欧洲，但停留于手工作坊阶段，汽车工业真正发展始于美国，福特发明的流水化生产实现了汽车工业的规模化生产，美国成为世界汽车工业重心。随后欧洲、日本汽车产量相继大幅增长，形成世界汽车工业美、日、欧三足鼎立的局面。

图 1：世界汽车工业转移路径



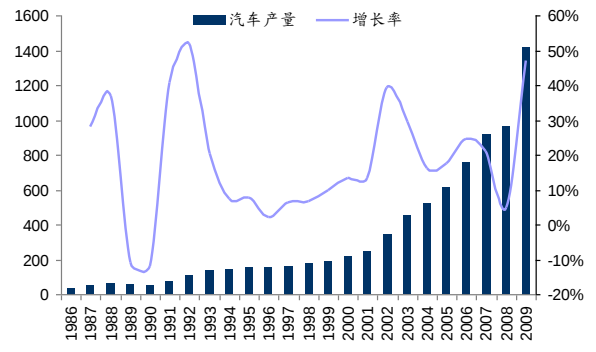
资料来源：中国软科学 2004

图 2：美国、欧洲、日本汽车产量相对变化



资料来源：中国软科学 2004，国信证券经济研究所

图 3：中国汽车产量快速增长 单位：万辆



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

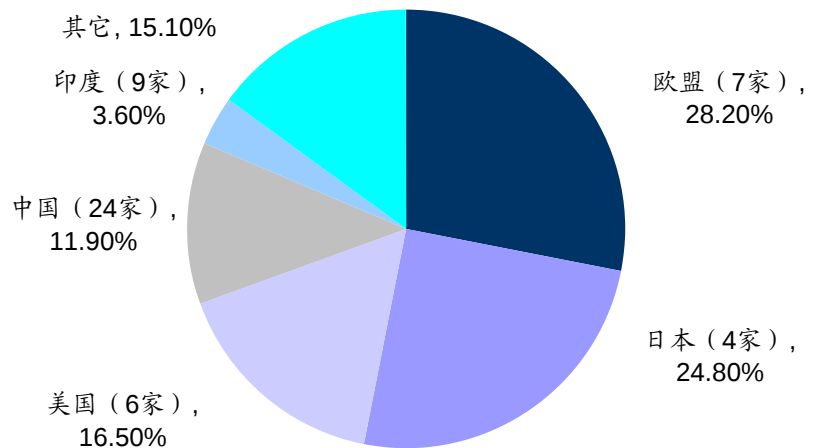
100 多年的发展，使得汽车工业发展为相对成熟的工业，产品逐渐趋于稳定，市场规模和成本优势成为地区间竞争的关键，中国的庞大市场规模、低廉成本优势使其成为世界汽车工业新的增长极。2009 年，中国汽车产销量分别为 1383 万辆、1364 万辆，分别同比增长 43.80%、45.46%，增速较 08 年提高明显，汽车产销量均创历史新高，居世界第一位。

亚洲轮胎产量将占全球 55.6%

轮胎行业的发展历程与汽车行业密切相关，随着 20 世纪 70 年代开始全球汽车行业三霸格局的形成，轮胎行业也进入寡头竞争阶段，造就了轮胎行业的三巨头：普利司通（日本）、米其林（法国）、固特异（美国）。2008 年，三巨头销售额合计约占据全球的 45%，三巨头占据轮胎行业价值链的最高端，依靠其技术优势、市场优势获得高额利润。

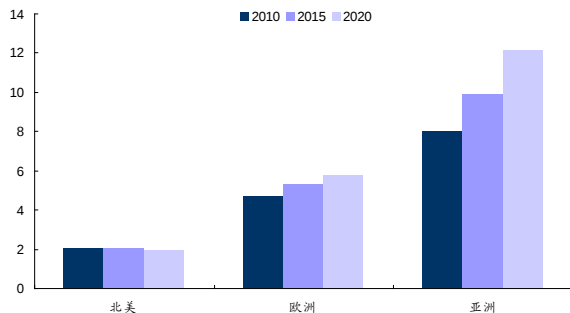
类似于汽车行业，市场规模、成本优势推动轮胎行业的地区转移，全球轮胎产业开始向亚洲集中。2008 年，日本、中国、印度三国轮胎销售额合计占全球的 40.3%。预计到 2020 年，北美、欧洲的轮胎产量将持平，但亚洲地区产量将增长 51.7%，达到 121023 万条，占全球的份额进一步上升到 55.6%。

图 4：2008 年轮胎各主要产地市场份额



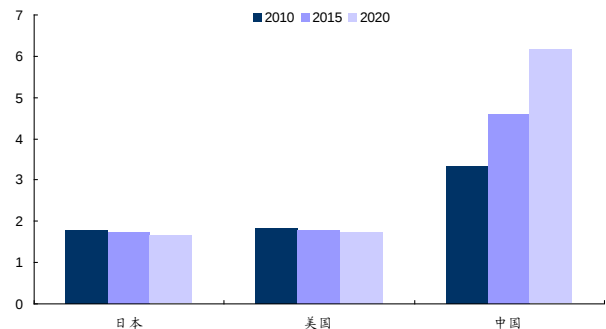
资料来源：世界橡胶工业 2010

图 5：亚洲成为未来轮胎行业重心 单位：亿条



资料来源：世界橡胶工业 2009，国信证券经济研究所

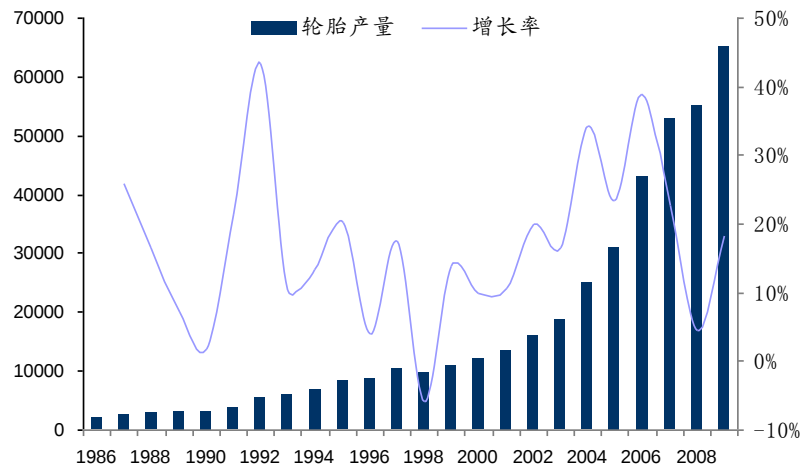
图 6：中国轮胎产量超越美国、日本 单位：亿条



资料来源：世界橡胶工业 2009，国信证券经济研究所

中国轮胎行业迅速发展，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。

图7：中国轮胎产量快速增长 单位：万条



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

市场规模、成本优势推动中国炭黑行业快速增长

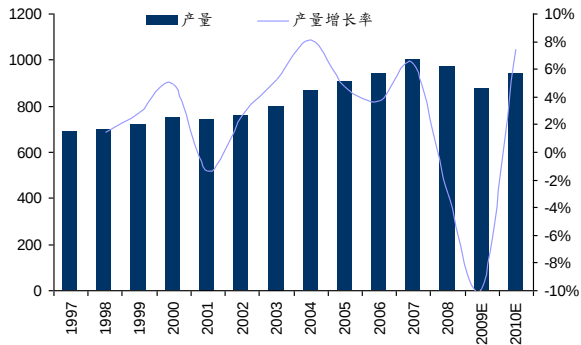
炭黑是橡胶制品中重要的补强、填充剂，主要用于改变橡胶的强伸性能，在轮胎制造中，是仅次于生胶的第二大原材料。在典型的轿车胎中，一般要用4-5个品种的炭黑，用量约占轿车胎总重量的25%-30%，约占轮胎生产成本的15%。

亚洲占据世界炭黑产量52%以上

经过几十年的发展，整体而言，世界炭黑行业已经走向成熟阶段，整体市场规模稳步缓慢增长，1997-2009年世界炭黑总产量复合增长率为2.06%，其中2008、2009年炭黑产量连续两年下降，预计2010年将实现增长。

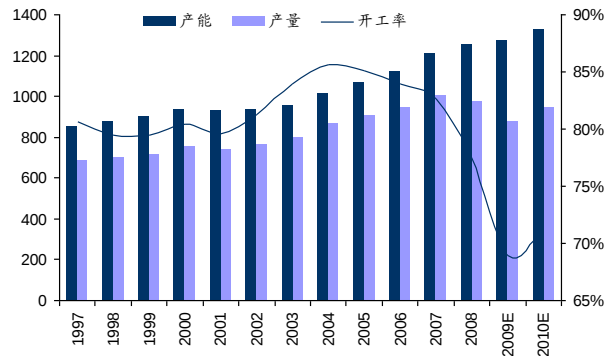
炭黑产品属于拟大宗化学品，其差别化程度低于汽车、轮胎行业，成本竞争占据更为重要的地位。在地区成本优势推动下，伴随着汽车、轮胎行业的地区转移，亚洲成为世界炭黑行业的重心，中国、日本、韩国、印度、泰国等亚洲国家的炭黑产销量位于世界前列，2009年亚洲国家产量占据世界总产量的52%以上。

图 8: 世界炭黑产量缓慢增长 单位: 万吨



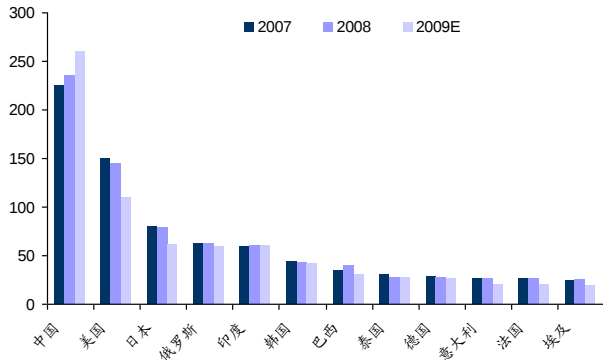
资料来源: Notch Consulting, 国信证券经济研究所

图 9: 世界炭黑开工率降低 单位: 万吨



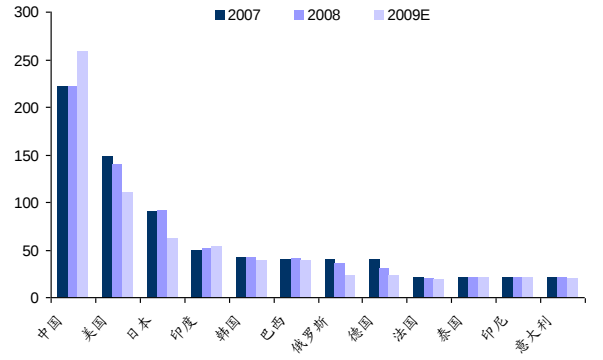
资料来源: Notch Consulting, 国信证券经济研究所

图 10: 亚洲各国炭黑产量位居前列 单位: 万吨



资料来源: Notch Consulting, 国信证券经济研究所

图 11: 亚洲各国炭黑消费量位居前列 单位: 万吨



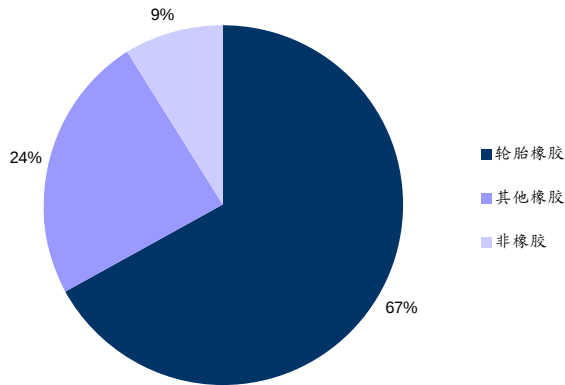
资料来源: Notch Consulting, 国信证券经济研究所

中国成为世界炭黑产销第一大国

根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计, 轮胎橡胶用炭黑耗用量约占炭黑总量的 67%, 胶管、胶带、橡胶密封材料和填充材料等橡胶制品炭黑耗用量约占炭黑总量的 24%, 非橡胶工业炭黑耗用量约占炭黑总量的 9%。

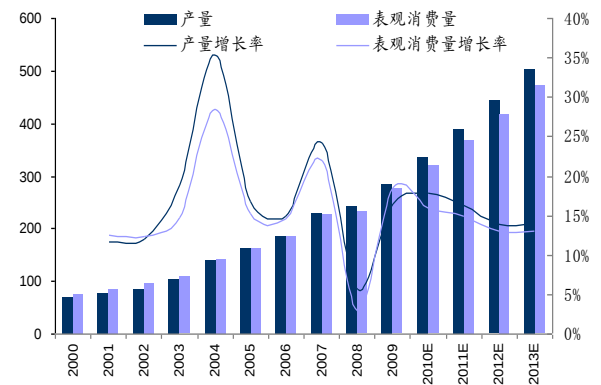
汽车、轮胎市场的快速发展带动了我国炭黑市场需求的增长, 成本竞争优势促使炭黑产能加速向我国转移, 推动了我国炭黑行业的高速发展。2006 年我国炭黑产量达到 185 万吨, 超越美国居世界第一。2000-2009 年, 我国炭黑产量从 69 万吨增长至 283 万吨, 年均复合增长率达到 17%, 远高于世界 2% 的增长水平, 我国成为世界唯一产销量超过 200 万吨的第一大国。

图 12: 中国炭黑下游需求分布



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 13: 中国炭黑产销量快速增长 单位: 万吨



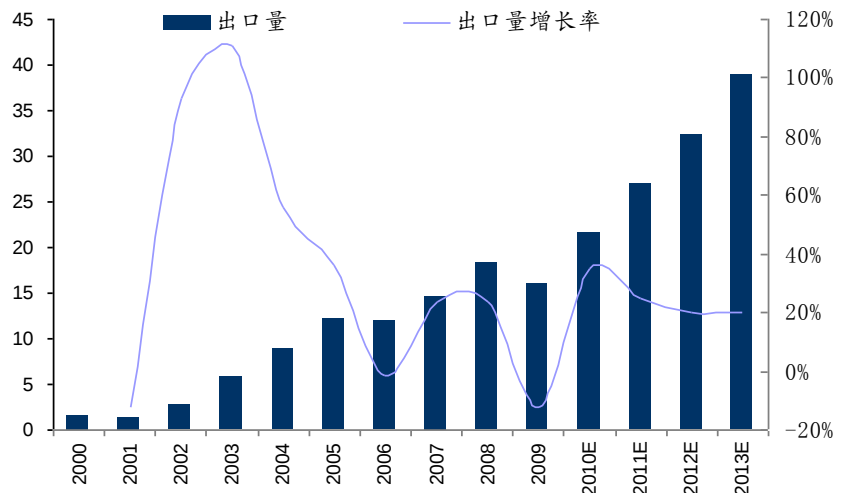
资料来源: 《中国炭黑》、炭黑协会, 国信证券经济研究所

性价比优势促炭黑出口快速增长

国内市场规模培育了具有规模优势的中国炭黑行业龙头, 其产品品质、产量规模能够满足下游全球领先轮胎企业的要求, 参与全球炭黑市场的竞争, 成本优势则成为国内炭黑公司参与国际竞争的利器。

中国炭黑凭借突出的综合性价比优势占据了越来越多的市场份额, 2000-2009 年我国炭黑出口复合增长率为 29.7%, 东亚、东南亚的韩国、印度、印尼等国是我国炭黑出口的主要目的地。

图 14: 中国轮胎出口量稳步增长 单位: 万条



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

规模效应导致大型炭黑企业竞争优势突出

随着中策、三角、玲珑、风神等国内轮胎龙头企业的成长, 以及米其林、普利司通、固特异、佳通等国家厂商在国内生产规模的扩大, 轮胎生产企业平均规模不断扩大, 要求上游炭黑生产企业供应大量质量稳定的优质产品, 因此对炭黑生产企业的规模要求越来越高。大型轮胎企业与大型炭黑企业建立稳定的合作关系, 进而带动具有规模优势的炭黑生产企业在竞争中处于优势。2009 年, 具有规模优势的

炭黑企业开工率明显高于小型炭黑企业。(见表 8)

同时,环保要求不断提高也压缩了小规模炭黑生产企业的空间,具有规模优势的炭黑生产企业竞争优势更加突出,工艺落后、环保水平低的小产能炭黑生产装置逐步被淘汰,行业集中度逐步提升。

炭黑行业具有集中度高的特点,世界巨头卡博特、德固赛、哥伦比亚占据约全球 50%的市场。目前我国炭黑行业集中度仍相对较低,国内前三大炭黑生产企业黑猫炭黑、卡博特、龙星化工的市场占有率约 30%,行业集中度仍较低。随着这些大型炭黑企业产能的快速扩张和综合竞争实力的进一步增强,行业集中度将得到进一步提升。

表 8: 2009 年我国前 15 名炭黑企业 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	32.00	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	8.40	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	6.70	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: 炭黑协会, 国信证券经济研究所

注: 卡博特为外资企业, 不计入炭黑协会统计

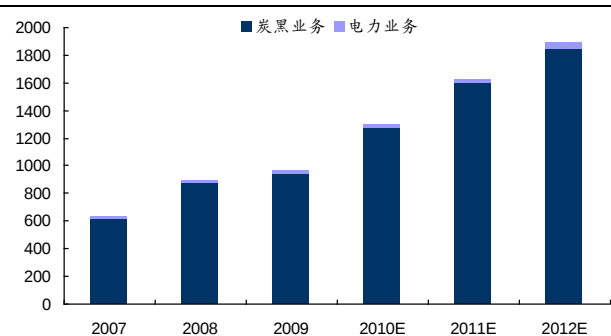
龙星化工：专业橡胶用炭黑供应商

专业橡胶用炭黑供应商

龙星化工股份有限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。

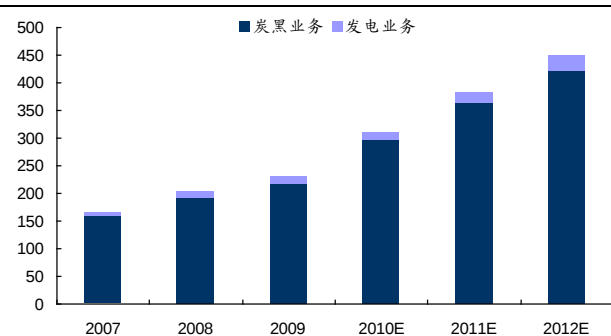
目前，公司炭黑产能 18 万吨/年，其中软质炭黑产能 6 万吨/年，硬质炭黑 12 万吨/年，配套尾气发电能力 21MW，产能位居国内第四；09 年炭黑总产量 18.28 万吨，产量居国内第三，市场占有率约为 6.46%。

图 15：龙星化工销售收入构成 单位：百万元



资料来源：国信证券经济研究所

图 16：龙星化工销售利润构成 单位：百万元



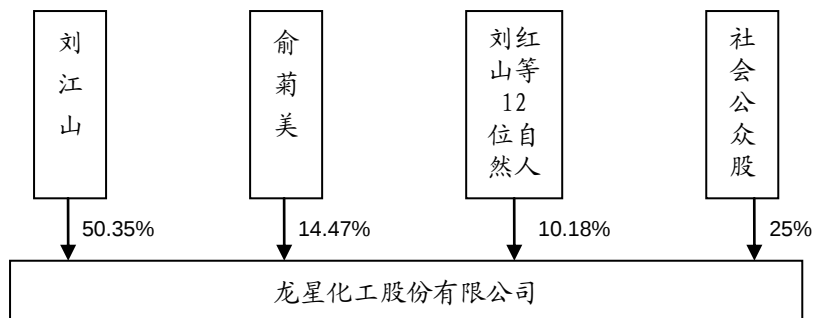
资料来源：国信证券经济研究所

管理层控股理顺激励机制

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 17：龙星化工发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

引进业内精英组建优秀高管团队

龙星化工在发展壮大过程中，充分重视人才的作用，组建了以**总经理俞菊美**为首的管理团队，**马宝亮、林信荣、管亮、徐刚、刘成友**等炭黑行业知名技术、生产、管理专业精英的加入进一步增强了企业综合竞争力，自主创新能力、客户开发能力均不断提高。

精细化管理能力突出

龙星化工注重管理体系的建设，重视管理水平提升对于产品质量、产量、成本的带动作用。通过现场管理的规范化、程序化、标准化、定置化，制定了共计 100 条的详细考核细则，运用检查、评比、奖惩、复检等手段督促实施，使得产品质量的稳定性得以提升，达到了提高产量、降低生产消耗的效果。

龙星化工先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001: 2004 环境管理体系、OHSAS18001: 1999 职业健康安全管理体系以及 ISO/TS16949 质量管理体系的认证，管理水平得到认可。

自主创新推动竞争力持续提升

自主创新推动持续技术优势

具备自主研发炭黑反应炉能力

龙星化工掌握了自主研发炭黑反应炉的设计和制造能力，在深刻理解反应炉设计机理的基础上，针对不同的原料、不同的产品品种、不同的品质要求，有针对性的设计炭黑反应炉，实现了提高产能、降低消耗、提高优等品率。

表 9：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：国信证券经济研究所整理

“油改气”降低燃料成本

利用西气东输管道途径当地的机会，龙星化工通过技术改造，实现了“油改气”，从 2004 年开始利用天然气作为燃料替代乙烯焦油、煤焦油。天然气作为燃料具有热值稳定、压力稳定的优势，有利于提高炭黑质量；在减少大气二氧化碳排放的同时，降低了燃料成本。

提高预热器、反应炉火焰温度提升装置技术水平

龙星化工通过技术创新，成功将空气预热器温度从 650℃ 提高至 850℃，炭黑反应炉理论温度从 1927℃ 提高到 2050℃，装置各项技术指标得到提升。

这里我们以龙星化工某条生产线改造前后的数据为例，空气预热温度由 650℃ 提升至 850℃、反应炉火焰温度由 1927℃ 提升至 2050℃ 后，炭黑产品的煤焦油综合单耗降低 0.192 吨、电耗降低 45 度，日产量提高了 10.1 吨、产品优等品率则提升了 12.47%。

表 10：提高预热器温度、反应炉火焰温度明显提升生产技术水平（以某品种为例）

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：国信证券经济研究所整理

起草行业标准奠定行业技术地位

龙星化工技术能力逐步得到行业内的认可，先后起草了 GB/T3780.8—2007、GB/T3780.10—2008、GB/T 9580—2008、GB/T 9581—2009、GB/T 9578—2009、《炭黑单位产品能耗限额》等国家标准，制定标准参比炭黑（作为我国橡胶用炭黑物理性能测定标准值）的鉴定方法、产品标准及生产，并参与修改、制定了二十几项炭黑国家标准。

制定标准的能力说明，龙星化工技术能力生产的稳定性已经得到行业内的认可，也标志着核心技术能力的提高，成为炭黑行业的一流企业。

成功开发高端客户

依靠强大的技术开发能力，龙星化工具备了为高端客户提供定制化、个性产品的能力。截至目前，龙星化工为全球排名前 75 家轮胎企业中的 22 家供应炭黑，包括米其林、固特异、住友、锦湖、韩泰、佳通等外资轮胎企业，以及风神、中策、双钱、华南等国内大型轮胎企业。

值得一提的是，龙星化工已有 6 个产品获得固特异轮胎认证通过，另有 4 个产品处于开发阶段，作为固特异炭黑全球认可供应商，为固特异在中国、日本、印尼的工厂供应炭黑。固特异大连工厂 2011 年建成投产后，将成为大连工厂的主要供应商，预计炭黑供应量将从 2010 年的 1.5 万吨增长至 2013 年的 4 万吨。

同时，龙星化工与米其林、住友轮胎、横滨轮胎、韩泰轮胎、锦湖轮胎也逐步加强合作。在为上述公司的中国工厂供应炭黑基础上，借助全球供应商身份，龙星化工可以为国际轮胎巨头各地的生产基地供应优质炭黑，间接实现出口。

表 11：龙星化工着力开发高端下游客户

用户名称	开发日期	开发品种	开发进度	累计供应量	备注
固特异轮胎	2006	6 个	批量供应	约 10000 吨	08 年年底通过认证，成为固特异全球供应商
	2009	4 个	样品		为固特异开发特殊规格炭黑品种
米其林轮胎	2008	3 个	批量供应	约 150 吨	09 年通过测试，开始批量供应
普利司通	2006	2 个	样品		
住友轮胎	2008	5 个	批量供应	约 1500 吨	09 年通过认证
	2009	1 个	样品		即将大样测试
横滨橡胶	2008	2 个	样品		
韩泰轮胎	2008	2 个	大样		大样测试阶段
锦湖轮胎	2007	2 个	批量供应	约 1500 吨	08 年开始批量供应
佳通轮胎	2004	5 个	批量供应	3500 吨/月	主要供货商

资料来源：炭黑协会，国信证券经济研究所

区域产业集聚推动上下游紧密合作

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。

表 12：龙星化工 100 公里范围内原料油供应资源不完全统计

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	邯郸彭楠焦化有限公司	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	邯郸	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	7.0
8	建滔(河北)化工有限公司	邢台	200	7.0
9	河北钢铁股份有限公司邯郸分公司(邯钢)	邯郸	200	7.0
10	邯郸承先焦化公司	磁县	200	7.0
	其他		2970	103.95
	合计		5310	185.85

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 13: 龙星化工 500 公里范围内客户炭黑需求不完全统计

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	山东泸河集团总公司	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

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

尾气发电实现资源综合利用

炭黑生产过程中会副产大量的尾气, 一般而言, 生产一吨炭黑, 将副产约 3500 立方米的尾气。炭黑尾气具有一定的热值, 通过适当技术处理可以用于发电, 尾气发电既解决了尾气排放污染环境的, 实现了资源的综合利用、循环经济。

龙星化工目前拥有发电装机容量 21MW, 发电量的 50% 自用, 其余出售给电网。

募集资金项目解决产能瓶颈

募集资金项目提升产能

龙星化工募集资金项目包括 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。

表 14: 募集资金项目及投资情况

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	20,090.00
2	6MW 炭黑尾气发电工程	4,855.00
3	河北沙河本埠 2*4.0 万吨/年硬质新工艺炭黑生产线	25,057.00
4	15MW 炭黑尾气发电工程	5,993.00
	合计	55,995.00

资料来源: 国信证券经济研究所

财务分析

国内证券市场从事炭黑业务的上市公司有黑猫股份和海印股份，其中海印股份的炭黑业务占其业务比重较小。黑猫股份上市后产能快速扩张，具有规模优势但盈利能力一般；龙星化工产能扩张受资金实力限制，产能规模不具优势。

盈利能力优势明显

龙星化工产品毛利率、净利率及 ROE 随行业环境有所波动，但三项指标均明显高于黑猫股份，毛利率和净利率均有三个百分点以上的优势，ROE 指标表现更为突出，盈利能力较强。

表 15: 龙星化工盈利能力同业对比

毛利率	2007	2008	2009
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	2007	2008	2009
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	2007	2008	2009
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：国信证券经济研究所

注：海印股份毛利率指标选取炭黑业务

超越行业实现增长

炭黑行业的周期性波动导致黑猫股份、龙星化工的营业收入及净利润增长出现波动，两家公司收入增速、盈利状况均超过行业水平，显示炭黑行业盈利正在向优势企业集中趋势。

表 16: 龙星化工成长能力同业对比

营业收入增长率	2007	2008	2009
黑猫股份	30.46%	28.60%	4.92%
海印股份	18.75%	16.37%	0.76%
龙星化工	4.64%	42.77%	8.15%
净利润增长率	2007	2008	2009
黑猫股份	29.19%	-96.09%	2639.37%
海印股份	68.49%	6.04%	0.23%
龙星化工	34.75%	-70.48%	125.93%

资料来源：国信证券经济研究所

注：海印股份毛利率指标选取炭黑业务

稳健经营保持合理偿债能力

尽管面临产能扩张压力，但龙星化工经营相对稳健，保持了相对较低的负债水平，资产负债率、流动比率、速动比率保持相对合理的水平。

表 17: 龙星化工偿债指标同业对比

资产负债率	2007	2008	2009
黑猫股份	62.22%	68.68%	71.97%
海印股份	49.95%	43.87%	47.04%
龙星化工	59.26%	63.80%	55.69%
流动比率	2007	2008	2009
黑猫股份	1.08	0.78	0.84
海印股份	1.31	0.58	1.02
龙星化工	1.52	1.19	1.14
速动比率	2007	2008	2009
黑猫股份	0.88	0.65	0.66
海印股份	1.05	0.51	0.94
龙星化工	1.13	0.85	0.91

资料来源: 国信证券经济研究所

经营效率稳步提高

龙星化工应收账款周转率、存货周转率保持合理水平, 应收账款周转率、存货周转率稳步提高。

表 18: 龙星化工经营效率同业对比

应收账款周转天数	2007	2008	2009
黑猫股份	68.46	62.08	70.77
海印股份	77.99	41.85	49.64
龙星化工	72.32	52.55	58.73
存货周转天数	2007	2008	2009
黑猫股份	53.32	39.85	47.04
海印股份	48.28	33.11	27.79
龙星化工	69.46	73.09	63.28

资料来源: 国信证券经济研究所

费用率将呈下降趋势

相对于黑猫股份, 相对较小的规模导致龙星化工的期间费用率略高。其中, 区位优势推动龙星化工销售费用率较低, 但管理费用率、财务费用率相对较高。

随着募集资金到位后营业收入规模的扩大, 预计龙星化工期间费用率水平将大幅下降。

表 19: 龙星化工偿债指标同业对比

销售费用率	2007	2008	2009
黑猫股份	6.99%	6.03%	7.13%
海印股份	7.83%	4.70%	5.09%
龙星化工	6.18%	7.26%	6.74%
管理费用率	2007	2008	2009
黑猫股份	1.89%	2.68%	2.87%
海印股份	7.24%	12.27%	11.50%
龙星化工	3.96%	4.09%	3.21%
财务费用率	2007	2008	2009
黑猫股份	2.88%	3.93%	2.76%
海印股份	2.70%	3.17%	2.35%
龙星化工	2.47%	4.26%	3.58%

资料来源: 国信证券经济研究所

盈利预测：10-12 年 EPS 为 0.58、0.73、0.86 元

龙星化工募资项目大幅增加公司产能,募资项目建成后将达到30万吨/年炭黑、42MW 尾气发电能力,预计10-12 年营业收入增长率分别为 33.7%、25.9%、15.9%,综合毛利率分别为 23.9%、23.5%、23.7%, 归属于母公司所有者净利润增长率为 67.2%、26.4%、18.0%, 未来三年净利润预期复合增长率约为 35.6%, 预计公司10-12 年 EPS 分别为 0.58、0.73、0.86 元。

表 20: 龙星化工分业务收入、毛利预测

炭黑	2009	2010E	2011E	2012E
销售量 (万吨)	18.84	20.68	26.00	30.00
销售价格 (元/吨)	5014.15	6148	6150	6150
生产成本 (元/吨)	3873.71	4721	4750	4750
营业收入 (百万元)	944.45	1271.08	1599.00	1845.00
营业成本 (百万元)	729.64	975.94	1235.00	1425.00
毛利率 (%)	22.74%	23.22%	22.76%	22.76%
发电	2009	2010E	2011E	2012E
销售量 (万度)	6931.41	7376	9600	13900
销售价格 (元/万度)	3396.39	3200	3200	3200
生产成本 (元/万度)	1406.59	1266	1266	1266
营业收入百万元)	23.54	23.60	30.72	44.48
营业成本 (百万元)	9.72	9.34	12.15	17.60
毛利率 (%)	58.71%	60.44%	60.44%	60.44%
合计	2009	2010E	2011E	2012E
收入	967.99	1294.68	1629.72	1889.48
收入增长率 (%)	8.15%	33.75%	25.88%	15.94%
成本	739.36	985.28	1247.15	1442.60
综合毛利率 (%)	23.62%	23.90%	23.47%	23.65%

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心假设的主要风险

1、煤焦油原料价格大幅波动的风险：由于炭黑生产成本中，煤焦油原料成本占据 80%以上，煤焦油价格波动可能对利润水平产生影响，但龙星化工也具备向下游转嫁成本压力的能力；

2、轮胎行业景气下滑风险：美国特保案后我国轮胎行业增长面临一定困难，主要原料成本天然橡胶及合成橡胶价格有所上涨，可能影响轮胎行业盈利能力，进而影响公司盈利水平。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	39	716	507	456	营业收入	968	1295	1630	1889
应收款项	345	426	536	621	营业成本	739	985	1247	1443
存货净额	103	175	248	287	营业税金及附加	7	6	8	9
其他流动资产	21	16	10	11	销售费用	65	88	111	128
流动资产合计	507	1332	1301	1375	管理费用	31	40	51	58
固定资产	350	463	550	636	财务费用	35	19	14	14
无形资产及其他	32	32	32	31	投资收益	0	0	0	0
其他长期资产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(3)	(8)	(14)	(18)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	0	0	0	0
资产总计	898	1836	1891	2052	营业利润	88	149	185	219
短期借款及交易性金融负债	382	500	400	400	营业外净收支	3	2	2	2
应付款项	31	70	89	103	利润总额	91	152	188	221
其他流动负债	31	130	164	190	所得税费用	21	36	41	48
流动负债合计	444	700	653	693	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	54	54	54	54	归属于母公司净利润	69	116	146	173
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	57	57	57	57	现金流量表 (百万元)				
负债合计	500	757	710	749		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	69	116	146	173
股东权益	398	1079	1181	1302	资产减值准备	(18)	1	1	1
负债和股东权益总计	898	1836	1891	2052	折旧摊销	36	39	49	58
					公允价值变动损失	3	8	14	18
关键财务与估值指标					财务费用	35	19	14	14
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	(33)	(8)	(123)	(85)
每股收益	0.46	0.58	0.73	0.86	其它	18	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.24	0.17	0.22	0.26	经营活动现金流	75	155	86	164
每股净资产	2.65	5.40	5.91	6.51	资本开支	(18)	(161)	(151)	(163)
ROIC	12%	15%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(18)	(161)	(151)	(163)
毛利率	24%	24%	23%	24%	权益性融资	0	600	0	0
EBIT Margin	13%	14%	13%	13%	负债净变化	(66)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	17%	16%	16%	支付股利、利息	(37)	(35)	(44)	(52)
收入增长	8%	34%	26%	16%	其它融资现金流	114	118	(100)	0
净利润增长率	126%	67%	26%	18%	融资活动现金流	(91)	683	(144)	(52)
资产负债率	56%	41%	38%	37%	现金净变动	(34)	677	(209)	(51)
息率	2.0%	1.9%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	73	39	716	507
P/E	26.0	20.7	16.4	13.9	货币资金的期末余额	39	716	507	456
P/B	4.5	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	80	4	(59)	6
EV/EBITDA	14.3	14.7	11.8	10.2	权益自由现金流	129	108	(170)	(5)

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华					
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232				
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	