

成本优势明显的橡胶用炭黑龙头

龙星化工（002442）

定价区间 10.80-13.20 元

新股定价报告

2010年6月18日 星期五

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
执业证书编号：S0630208120082

联系人：胡昂
021-50586660-8636
顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

价值分析

□ 专业橡胶用炭黑龙头企业

龙星化工专注于炭黑的生产和销售，其生产规模和盈利水平在国内炭黑厂商中均处于领先水平。公司的主要产品为炭黑，包括N100、N200、N300、N500、N600、N700六个系列十多个品种，供应下游轮胎企业生产各种轮胎。目前公司的炭黑产能为18万吨/年，其中软质炭黑产能6万吨/年，硬质炭黑12万吨/年，拥有5条新工艺硬质炭黑生产线和2条新工艺软质炭黑生产线，单炉能力在2万吨/年以上。

公司掌握了自主研发炭黑反应炉的设计和制造能力，技术能力逐步得到行业内的认可，先后起草、修改和制定了一些炭黑国家标准。依靠着强大的技术研发能力，公司的产品也具备了为米其林、固特异等外资高端轮胎企业提供个性服务的能力。

本次公开发行5000万股，占发行后总股本的25.00%，发行后总股本为2亿股。

□ 主营业务：具有明显的成本优势

公司的主要产品为硬质炭黑和软质炭黑，主要用作橡胶填充剂和补强剂，有助于提高橡胶的定伸应力，改善轮胎橡胶的抓着力、抗撕裂性能和耐磨性能。2008年公司炭黑市场占有率为8.28%，在国内炭黑厂商中排名第二。

表1 我国主要炭黑企业市场份额

排名	公司	2008年市场份额	2007年市场份额
1	江西黑猫炭黑股份有限公司	14.72%	13.65%
2	本公司	8.28%	6.60%
3	台湾中橡公司	7.50%	9.52%
4	山东华东橡胶材料有限公司	6.31%	5.59%
5	苏州宝化炭黑有限公司	5.84%	4.96%
6	新星炭黑有限公司	5.07%	4.40%
7	河北大光明实业集团巨无霸炭黑厂	4.87%	4.59%
8	大石桥市辽滨炭黑厂	3.95%	3.63%
9	杭州富春江化工有限公司	3.45%	3.11%
10	山东贝斯特化工有限公司	2.97%	2.90%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

公司积极进行产能的扩张，生产规模持续快速发展，09年产能达到18万吨。

表2 公司主营业务产品产销情况
单位：万吨

产品	项目	2009年	2008年	2007年
炭黑	产能	18.00	14.00	14.00
	产量	18.28	14.63	11.98
	销量	18.84	14.26	11.45

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

报告期内公司各项业务收入占比基本保持稳定，营业收入的主要来源是炭黑，09年炭黑业务收入占到了营业收入的97%以上。从销售渠道来看，公司营业收入主要来源于国内市场，占营业收入的90%以上。

表3 营业收入构成

	2009年	2008年	2007年
炭黑业务收入	97.57%	97.51%	97.98%
电力业务收入	2.43%	2.44%	1.84%
其他收入	0.00%	0.05%	0.18%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

与已上市的黑猫股份和海印股份相比，本公司具有明显的盈利能力，毛利率上有3个百分点以上的优势。

表4 同业毛利率对比

	2009年	2008年	2007年
黑猫股份	19.40%	15.44%	18.83%
海印股份	10.58%	13.12%	19.93%
龙星化工	23.62%	22.76%	26.50%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

注：海印股份毛利率指标选取炭黑业务

我们认为公司毛利率高于同业其他上市公司的原因主要是公司在生产成本上具有优势，表现在以下几点：第一，炭黑生产的原材料约占生产成本的80%，而公司所在区域煤炭资源丰富，采购半径较小，原材料采购成本相对较低。第二，公司单体工厂产能大，能优化资源配置降低消耗，相比于同行同样产能的工厂数少，在管理、销售费用上占有优势。第三，公司比较重视技术研发，技术水平在国内处于领先水平，公司采用DCS控制系统确保产品质量均匀稳定，突出的技术优势使得单耗下降。第四，公司建设了尾气发电装置，在满足炭黑用电自供的同时，剩余电力对外销售，尾气发电对公司毛利率贡献在3%左右。

□ 炭黑行业具有较好的发展前景

炭黑是橡胶工业第二大原材料，主要下游市场是轮胎和橡胶制品市场。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计，炭黑约67%用于生产轮胎橡胶、24%用于生产其他橡胶制品（包括胶管、胶带、胶板、橡胶密封材料和填充材料）、9%用于非橡胶工业。

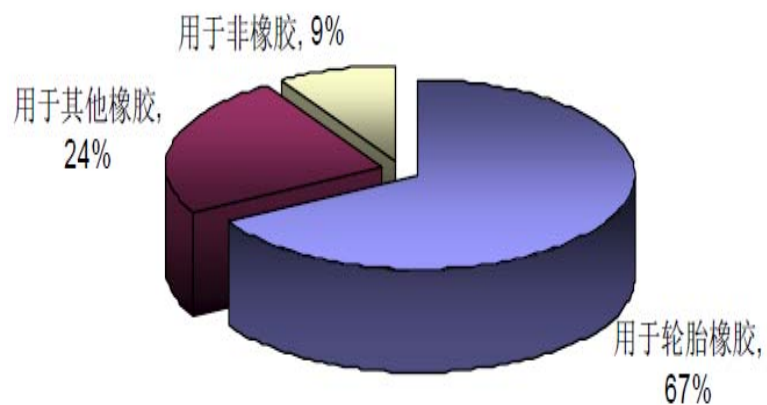


图1 炭黑的用途构成

随着我国国民经济的迅速发展，高速公路建设的快速发展，以及全球轮胎产能向我国转移的拉动，国内市场对汽车和轮胎的需求迅速增长，作为轮胎等橡胶制品重要填充补强材料的炭黑需求量将迅速增长。2000-2009年间，我国炭黑产量从69万吨增加到283万吨，年复合增长率达到了17%，远高于世界2%的增长水平，我国炭黑的产销量均居世界第一。

根据国务院公布的《汽车产业调整和振兴规划》，2009年我国汽车产销量力争超过1,000万辆，并在未来三年保持产销量10%的平均增长率。我国快速增长的汽车产量和汽车保有量将分别增加原配胎和替换胎的市场需求，从而带动轮胎行业的发展。中央出台了4万亿投资计划，其中45%用于基础设施建设，对与施工建设直接相关的工程机械和运输行业是一大利好，进而带动工程胎和载重胎的需求。根据中国橡胶工业协会炭黑分会2010年3月作出的预测，2010年、2011年、2012年全行业炭黑市场需求分别为320万吨、368万吨、416万吨。炭黑行业的发展将保持持续增长。

募投资项目扩张公司产能

本次发行募集资金主要用于建设“一条年产4万吨硬质新工艺炭黑生产装置、一条年产4万吨软质新工艺炭黑生产装置及6MW尾气综合利用项目”和“2条年产4万吨新工艺硬质炭黑生产装置和15MW尾气综合利用项目”。募投项目旨在扩大公司的产能规模，巩固技术领先地位，进一步提高市场占有率。

表3 募投项目明细

单位：万元

序号	项目名称	投资金额
1	河北沙河本埠2*4.0万吨/年硬/软质新工艺炭黑生产线	20090
2	6MW炭黑尾气发电工程	4855
3	河北沙河本埠2*4.0万吨/年硬质新工艺炭黑生产线	25057
4	15 MW炭黑尾气发电工程	5993
	合计	55995

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

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，解决产能不能满足客户需求的矛盾。新增产能将优先满足原有客户的需求，公司计划2011年产能增加到26万吨，2012年产能增加到30万吨。

□ 假设及盈利预测

在公司募集资金项目顺利投产，炭黑产能快速增长的情况下，我们预计公司炭黑 2010-2012 年的产量分别为 21 万吨、26 万吨和 30 万吨。预计公司 2010, 2011, 2012 年的 EPS 分别为 0.60 元, 0.74 元和 0.88 元; 我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010 年 18-25 倍的市盈率较为合理，合理的价格区间为 10.8-13.20 元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	968	1298	1630	1889
主营收入增长率	8.2%	34.1%	25.6%	15.9%
净利润（百万）	69	120	148	176
净利润增长率	126%	73.9%	23.3%	18.9%
EPS（元）	0.35	0.60	0.74	0.88

资料来源：东海证券研究所（注：EPS 都按照发行后 2 亿股股本计算）

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122