

分析师：	刘元瑞	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490209080266
联系人：	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	梅峻奎	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		

成本优势明显的炭黑行业龙头

事件描述

龙星化工拟发行社会公众股上市，主要内容为：

- 龙星化工拟发行 5000 万股并在深证交易所上市，发行后总股本 20000 万股。
- 公司本次募集资金用于投资 2×4 万吨/年硬/软质新工艺炭黑生产线、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，投资额共计 5.60 亿元。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.56 元、0.66 元和 0.73 元。我们认为，可以按照 2010 年业绩 20-25 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 11.10-13.80 元。

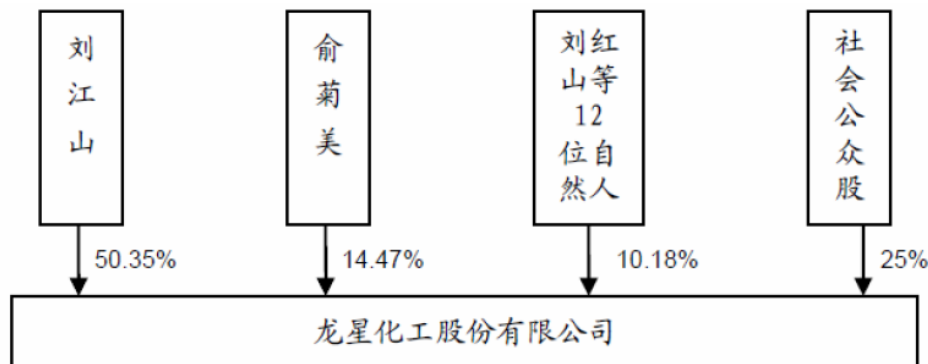
事件评论

公司概况

股权结构

龙星化工本次拟发行5000万股，发行后总股本20000万股。公司控股股东和实际控制人为刘江山，其持有发行后公司总股本的50.34%。

图 1：发行后公司股权结构图

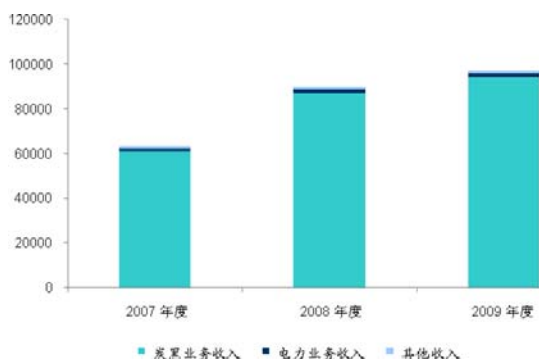


资料来源：公司公告，长江证券研究部

主营炭黑生产与销售

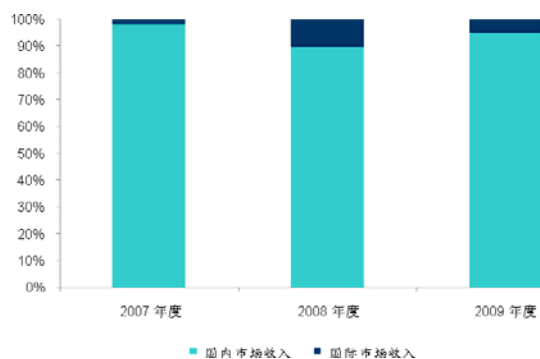
公司主要从事炭黑的生产和销售，炭黑产销量在国内同行业中居第3位。公司炭黑有N100、N200、N300、N500、N600、N700六个系列十多个品种。分产品来看，2007-2009年，公司炭黑业务收入占公司收入比重超过97%，炭黑业务毛利占公司毛利润比重超过94%；从区域来看，公司国内市场收入比重超过90%。

图 2：龙星化工销售收入构成 单位：万元



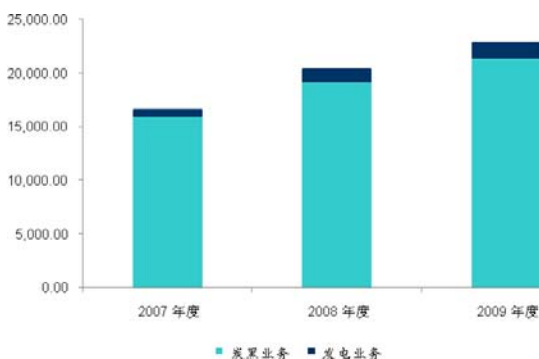
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：龙星化工内外销业务构成 单位：万元



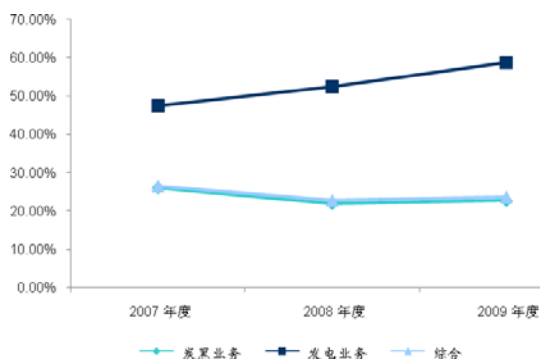
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：近年公司销售毛利构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：近年公司销售毛利率



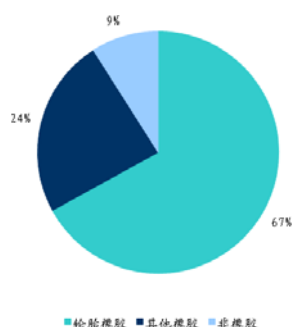
资料来源：公司公告，长江证券研究部

下游需求旺盛，炭黑行业持续发展

炭黑生产的主要下游行业为轮胎行业。近年来，受到我国汽车行业快速增长和全球轮胎产能向我国转移的双重拉动，我国轮胎行业增长较快。1986-2009年，我国轮胎产量年均复合增长率高达16%，其中，2009 年，我国轮胎产量达到 6.55 亿条，同比增长19.87%。

汽车、轮胎等下游市场的发展推动了炭黑行业的高速发展。2000-2009年，我国炭黑产量的年均复合增长率达到17%，2009年产量增长至283万吨，销量达到276万吨，稳居世界第一位。

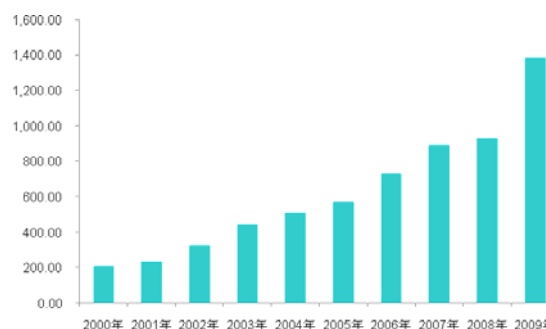
图 6: 中国炭黑下游需求分布



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7: 中国汽车历年产量

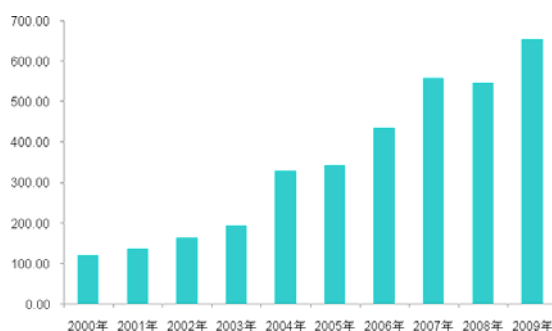
单位：万辆



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 8: 中国轮胎历年产量

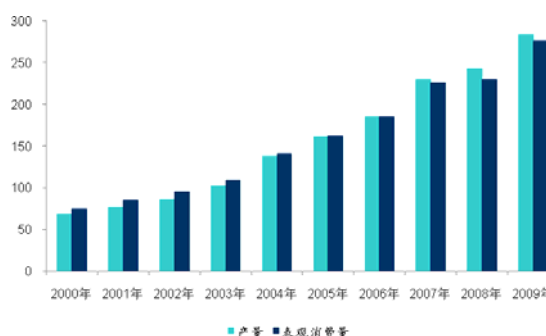
单位：百万条



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 9: 中国炭黑历年产销量

单位：万吨



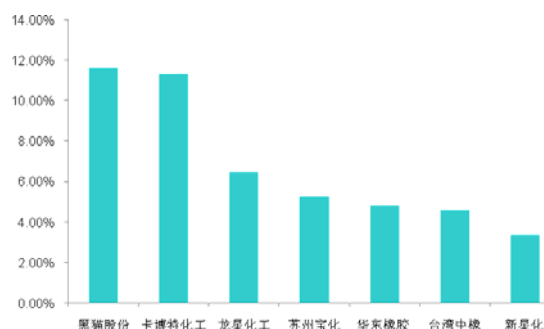
资料来源：公司公告，长江证券研究部

龙星化工：成本与技术优势明显

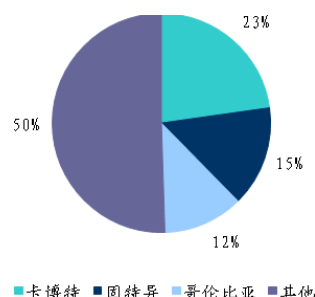
产量位居行业前列，市场份额有望进一步扩大

2009年，公司炭黑产量在中国炭黑行业内居第三位，市场占有率为6.46%。龙星化工的主要竞争对手是黑猫股份、台湾中橡以及国外厂商卡博特化工在国内投资的工厂。

我国炭黑行业集中度不高，2009年，国内前三大炭黑生产企业黑猫股份、卡博特、龙星化工的市场占有率约为30%，而从世界范围内看，2008年三巨头卡博特、德固赛、哥伦比亚占据的市场份额约为50%。在国内，龙星化工作为行业龙头，在竞争中处于优势地位，靠上市募投资建项目来扩大产能后，未来市场份额将进一步扩大。

图 10：2009 年我国主要炭黑生产企业市场份额


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：2008 年世界主要炭黑生产企业市场份额


资料来源：公司公告，长江证券研究部

技术与成本优势明显，盈利能力行业领先

公司的毛利率显著高于行业内其他企业，比黑猫股份高出 5 个百分点，比行业平均水平高出 7-8 个百分点；单位毛利较行业平均水平也要高出 350-400 元，公司的成本优势明显。

表 1：公司毛利率同行业比较分析

项目	2009 年 1-9 月	2008 年	2007 年
毛利率			
龙星化工	22.70%	21.98%	26.04%
黑猫股份	17.10%	16.67%	19.04%
行业平均水平	13.51%	14.70%	17.50%
单位毛利（万元）			
龙星化工	1,121	1,346	1,397
黑猫股份	935	1,044	1,049
行业平均水平	725	972	966

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司炭黑生产最主要的成本为原材料成本，约占生产成本的 80% 左右。其中，原材料成本主要为煤焦油、蒽油、乙烯焦油、混合油成本。2009 年，上述原料油成本占原材料成本的比重分别为 60.73%、13.28%、0.22% 和 7.03%。

表 2：公司炭黑业务成本分析

主要项目	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额（元）	占比	金额（元）	占比	金额（元）	占比
原材料	575,582,238.46	80.23%	587,250,369.64	80.45%	386,833,248.30	76.60%
燃料	87,736,976.96	12.23%	75,791,638.22	10.38%	53,909,518.98	10.68%
动力	9,685,901.56	1.35%	29,147,086.14	3.99%	28,457,988.39	5.64%
包装物	9,176,034.91	1.28%	8,538,380.23	1.17%	7,020,834.96	1.39%
辅助材料	2,674,086.31	0.37%	2,112,015.84	0.29%	1,071,108.92	0.21%
直接人工	1,883,508.80	0.26%	1,720,239.08	0.24%	1,366,872.00	0.27%
制造费用	30,713,558.26	4.28%	25,421,988.86	3.48%	26,330,550.63	5.21%
总成本	717,452,305.26	100.00%	729,981,718.01	100.00%	504,990,122.18	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司具有成本优势的原因有以下几个

- 地理位置优越。公司所在地河北省邢台市，附近煤炭资源丰富，且公司原材料供应商以邢台、邯郸焦化企业为主，采购半径较小，运输成本较低；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%。

- 行业领先的技术优势。公司目前拥有全套的年产4万吨新工艺炭黑生产装置的技术，代表了我国目前新工艺炭黑生产装置的先进水平；公司通过对各种原料油进行合理配比和混合处理，使单位炭黑的综合消耗比国内同行的平均消耗降低10%以上；公司通过技术改造，2004年起使用天然气替代乙烯焦油、煤焦油，降低了燃料成本，对毛利率的贡献率约为2.2%；公司的生产过程采用DCS控制系统，有效确保了产品质量均匀稳定，这些控制系统的组件也全部由公司不断完善、改进完成，在同行业中处于领先水平；公司是目前国内企业中唯一一家在生产线上配备焦油离心机的企业，该处理技术可使原材料消耗降低约1.5%。
- 资源的综合利用。公司建设有中水处理系统和专业发电机组，中水处理系统使炭黑生产用水全部使用处理后的中水，有效节约了用水成本；而公司利用炭黑生产过程中产生的大量尾气发电则既解决了环境污染问题，又降低生产成本，现在，发电机组的发电量不但能满足龙星化工自己生产时所需全部电力，而且部分电力外售，能产生一定的经济收益，统计表明，公司尾气发电对毛利率的贡献约为3.21%

募投项目

公司募集资金项目包括2X4 万吨/年硬/软质炭黑生产线、2X4 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。

表 3：募集资金项目及投资情况

序号	项目	投资额(万元)	占总投资额比例 (%)
1	河北沙河本埠 1 条 4.0 万吨/年硬质新工艺炭黑生产线、1 条 4.0 万吨/年软质新工艺炭黑生产线	20,090.00	35.88
2	6MW 炭黑尾气发电工程	4,855.00	8.67
3	河北沙河本埠 2 条 4.0 万吨/年硬质新工艺炭黑生产线	25,057.00	44.75
4	15MW 炭黑尾气发电工程	5,993.00	10.7
	合计	55,995.00	100

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测与申购价格

我们预计，2010-2012年，公司每股收益分别为0.56元、0.66元和0.73元。我们认为，可以按照2010 年业绩20-25倍市盈率给公司估值，对应申购价格为11.10元到13.80元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	968	1278	1679	1873	货币资金	39	267	141	245
营业成本	739	973	1295	1442	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	229	305	385	430	应收账款	180	230	302	337
% 营业收入	23.6%	23.9%	22.9%	23.0%	存货	103	136	181	202
营业税金及附加	7	9	12	13	预付账款	20	26	35	39
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	165	225	294	327
销售费用	65	89	118	131	流动资产合计	507	885	953	1150
% 营业收入	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	51	67	75	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	35	13	16	21	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	1.0%	0.9%	1.1%	固定资产合计	326	391	481	508
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	32	31	29	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	4	4	4
营业利润	88	143	173	191	其他非流动资产	23	170	280	242
% 营业收入	9.1%	11.2%	10.3%	10.2%	资产总计	898	1486	1752	1937
营业外收支	3	2	0	0	短期贷款	262	0	0	0
利润总额	91	144	173	191	应付款项	31	58	78	87
% 营业收入	9.4%	11.3%	10.3%	10.2%	预收账款	5	7	11	14
所得税费用	21	33	40	44	应付职工薪酬	3	4	5	6
净利润	69	111	133	147	应交税费	22	29	38	42
归属于母公司所有者					其他流动负债	121	122	122	123
的净利润	69.3	111.1	132.8	146.7	流动负债合计	444	220	253	271
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	54	154	254	274
EPS (元/股)	0.46	0.56	0.66	0.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	153	53	39	155	负债合计	500	377	510	548
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	398	1109	1242	1389
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	5	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	32	0	0	0	股东权益	398	1109	1242	1389
固定资产投资	0	-250	-250	-50	负债及股东权益	898	1486	1752	1937
其他	-102	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-64	-250	-250	-50		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.462	0.555	0.664	0.734
股权融资	0	50	0	0	BVPS	2.65	5.55	6.21	6.94
银行贷款增加 (减少)	-56	-162	100	20	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-35	-13	-16	-21	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-32	550	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-123	425	84	-1	EV/EBITDA	2.27	-0.59	0.47	0.10
现金净流量	-34	229	-126	104	ROE	17.4%	10.0%	10.7%	10.6%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崐玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。