

龙星化工 (002442.SZ)

## 技术优势明显的炭黑企业

### ——龙星化工新股定价报告

张延明

86-22-28451653

SAC 执业证书编号: S1150209110152

zhangym@bhq.com

#### 核心观点:

- 业绩将保持稳定增长
- 建议申购

#### 核心观点:

##### ● 公司业务简介

公司专注于炭黑的生产和销售,炭黑的销售收入占营业收入总额的97%以上。主要产品为炭黑,包括 N100、N200、N300、N500、N600、N700。现有 7 条湿法造粒炭黑产能 18 万吨/年,炭黑单体工厂产能世界第一,单条生产线产能国内第一。配套尾气发电装置的经济规模目前装机容量达 21MW。2009 年炭黑国内市场占有率为 9.02%,位国内第三。

##### ● 行业集中度稳中有升

2007 年末我国炭黑行业总产能为 310 万吨,前 8 家炭黑企业产能之和约占总产能的 35%;前 3 家炭黑企业产能之和约占总产能的 21%。根据中国橡胶工业协会炭黑分会的统计,2004-2006 年,3 万吨/年以下的炭黑企业产能占总产能的比重已由 36%下降到 24%,而 8 万吨/年以上的炭黑企业产能占比已由 28%上升到 50%。从我国炭黑行业发展的特点来看,通过行业内部的结构调整,炭黑行业的产能集中度将提高。

##### ● 技术优势明显

公司采用大型新工艺反应炉,2007 年 10 月投产的 4 万吨/年炭黑生产线是目前国内较大的硬质炭黑生产线,单炉生产能力可达到 120 吨/天。生产装置配有 850℃-900℃在线高温空气预热器和 260℃-280℃原料油预热器,具有节能降耗的优点;公司采用自主设计的炭黑反应炉,实现产品的高产、优质以及低耗。公司单位炭黑能耗最低,为 2.005 吨标准煤/吨炭黑,而国内先进水平目前是 2.15 吨标准煤/吨炭黑。

##### ● 业绩预测

根据我们的测算,公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.69 元和 0.72 元。

|             | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 968    | 1,206 | 1,561 | 1,810 |
| (+/-%)      | 8.1%   | 24.6% | 29.4% | 16.0% |
| 净利润(百万元)    | 69     | 113   | 138   | 145   |
| (+/-%)      | 125.9% | 63.7% | 21.5% | 5.2%  |
| 每股收益(元)     | 0.35   | 0.57  | 0.69  | 0.72  |
| EBIT Margin | 12.9%  | 12.0% | 12.4% | 12.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 17.4%  | 25.9% | 28.4% | 27.0% |

发行价格: 预计 12-13 元

2010.6.20

#### 关键数据

|       |           |
|-------|-----------|
| 预计发行价 | 12-13 元   |
| 首日上市价 | 14 元-15 元 |
| 收益率   | 17        |
| 一年目标价 | 15 元      |
| 询价区间  | 12-13 元   |

#### 股本数据

|         |          |
|---------|----------|
| A 股发行股数 | 5000 万股  |
| 发行后总股本  | 20000 万股 |

模板更新时间: 2010-6-20

| 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          | 39           | 39           | 39           | 营业收入               | 968         | 1206         | 1561         | 1810         |
| 应收款项             | 345         | 430          | 556          | 645          | 营业成本               | 739         | 918          | 1182         | 1368         |
| 存货净额             | 103         | 131          | 170          | 197          | 营业税金及附加            | 7           | 10           | 12           | 14           |
| 其他流动资产           | 21          | 26           | 33           | 38           | 销售费用               | 65          | 84           | 109          | 127          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>507</b>  | <b>625</b>   | <b>797</b>   | <b>919</b>   | 管理费用               | 31          | 49           | 63           | 73           |
| 固定资产             | 350         | 340          | 330          | 320          | 财务费用               | 35          | 24           | 29           | 33           |
| 无形资产及其他          | 32          | 31           | 30           | 29           | 投资收益               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 4           | 4            | 4            | 4            | 资产减值及公允价值变动        | (3)         | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 5           | 5            | 5            | 5            | 其他收入               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>898</b>  | <b>1005</b>  | <b>1167</b>  | <b>1276</b>  | 营业利润               | 88          | 121          | 164          | 193          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 382         | 432          | 523          | 565          | 营业外净收支             | 3           | 30           | 20           | 0            |
| 应付款项             | 31          | 39           | 50           | 58           | <b>利润总额</b>        | <b>91</b>   | <b>151</b>   | <b>184</b>   | <b>193</b>   |
| 其他流动负债           | 31          | 40           | 51           | 60           | 所得税费用              | 21          | 38           | 46           | 48           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>444</b>  | <b>511</b>   | <b>624</b>   | <b>683</b>   | 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 54          | 54           | 54           | 54           | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>69</b>   | <b>113</b>   | <b>138</b>   | <b>145</b>   |
| 其他长期负债           | 3           | 3            | 3            | 3            | <b>现金流量表 (百万元)</b> |             |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>57</b>   | <b>57</b>    | <b>57</b>    | <b>57</b>    |                    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>500</b>  | <b>567</b>   | <b>681</b>   | <b>740</b>   | 净利润                | 69          | 113          | 138          | 145          |
| 少数股东权益           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备             | (18)        | (3)          | 0            | 0            |
| 股东权益             | 398         | 438          | 486          | 537          | 折旧摊销               | 36          | 24           | 26           | 27           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>898</b>  | <b>1005</b>  | <b>1167</b>  | <b>1276</b>  | 公允价值变动损失           | 3           | 0            | 0            | 0            |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |              |              |              | 财务费用               | 35          | 24           | 29           | 33           |
|                  | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 营运资本变动             | (33)        | (104)        | (149)        | (105)        |
| 每股收益             | 0.35        | 0.57         | 0.69         | 0.72         | 其它                 | 18          | 3            | 0            | 0            |
| 每股红利             | 0.18        | 0.37         | 0.45         | 0.47         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>75</b>   | <b>33</b>    | <b>14</b>    | <b>67</b>    |
| 每股净资产            | 1.99        | 2.19         | 2.43         | 2.68         | 资本开支               | (18)        | (10)         | (15)         | (15)         |
| ROIC             | 12%         | 12%          | 15%          | #DIV/0!      | 其它投资现金流            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 17%         | 26%          | 28%          | 27%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(18)</b> | <b>(10)</b>  | <b>(15)</b>  | <b>(15)</b>  |
| 毛利率              | 24%         | 24%          | 24%          | 24%          | 权益性融资              | 0           | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 13%         | 12%          | 12%          | 13%          | 负债净变化              | (66)        | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 17%         | 14%          | 14%          | 14%          | 支付股利、利息            | (37)        | (74)         | (90)         | (94)         |
| 收入增长             | 8%          | 25%          | 29%          | 16%          | 其它融资现金流            | 114         | 50           | 90           | 42           |
| 净利润增长率           | 126%        | 64%          | 21%          | 5%           | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(91)</b> | <b>(23)</b>  | <b>1</b>     | <b>(52)</b>  |
| 资产负债率            | 56%         | 56%          | 58%          | 58%          | <b>现金净变动</b>       | <b>(34)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 息率               | #DIV/0!     | #DIV/0!      | #DIV/0!      | #DIV/0!      | 货币资金的期初余额          | 73          | 39           | 39           | 39           |
| P/E              | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 货币资金的期末余额          | 39          | 39           | 39           | 39           |
| P/B              | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 企业自由现金流            | 109         | 19           | 6            | 77           |
| EV/EBITDA        | 3.1         | 3.4          | 3.1          | 2.9          | 权益自由现金流            | 157         | 51           | 75           | 94           |

#### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

#### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、 增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 减持：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明 1:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

## 渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)