

分析师：	刘俊	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490208090171
联系人：	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	梅崧 玺	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		
	张翔	(8627) 65799773	zhangxiang1@cjsc.com.cn		

深耕白炭黑的细分行业龙头

事件描述

双龙股份拟发行社会公众股上市，主要内容为：

- 公司拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 1300 万股并在深证交易所创业板上市，发行后总股本 5200 万股。
- 本次募集资金将全部用于年产二万吨高分散沉淀法白炭黑项目。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.54 元、0.83 元和 1.16 元。按照 2010 年 30-35 倍市盈率，合理申购价格为 16.20-18.90 元。

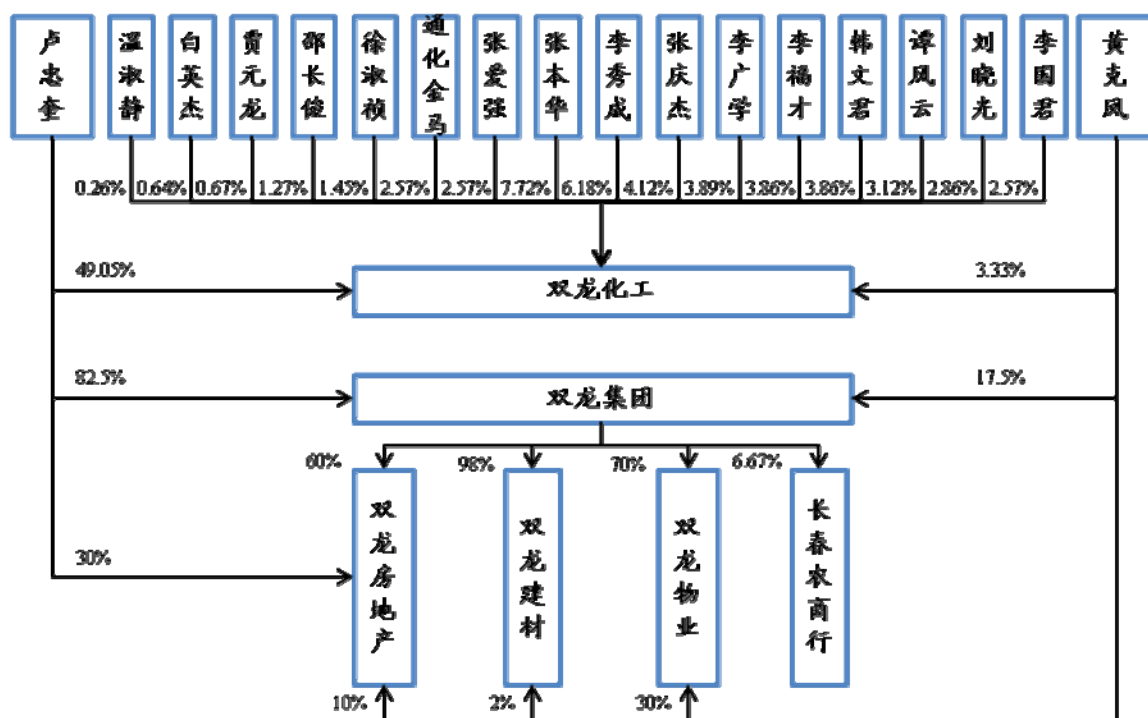
事件评论

公司概况

股权结构

双龙股份本次拟发行普通股1300万股，发行后总股本5200万股。公司的控股股东、实际控制人为卢忠奎先生，持有公司49.05%的股权。本次发行前公司另有1位法人股东通化金马和16位自然人股东，其中包括卢忠奎妻子黄克凤，持股3.33%，其他自然人不存在关联关系。公司股权结构如图1所示。

图 1：本次发行前公司股权结构图

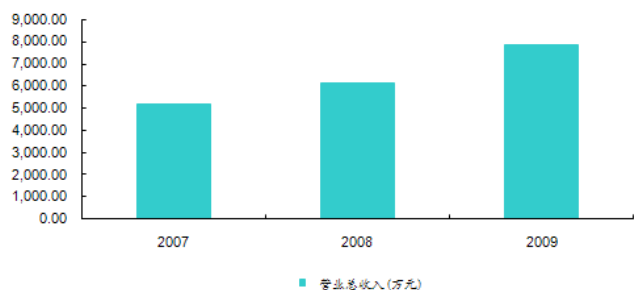


资料来源：公司公告，长江证券研究部

经营情况

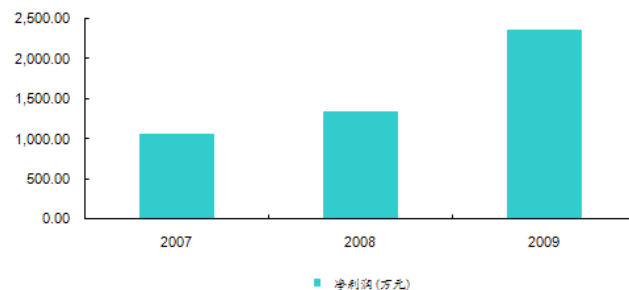
2009年公司营收7858万元，相比2007年营收5178万元年复合增长率23.2%。从2007年到2009年，公司净利润增长迅速，从1057万元增长至2351万元，年复合增长率高达49.1%。我们从下表中也能看出公司净利率增长显著，2009年净利率高达29.9%。但公司的毛利率一直保持比较稳定，营业利润也增长稳定，年复合增长率17.4%。公司在2009年利润激增的原因是当年公司402万的营业外收入。

图 2: 近三年公司营业收入复合增速 23.2% 单位: 万元



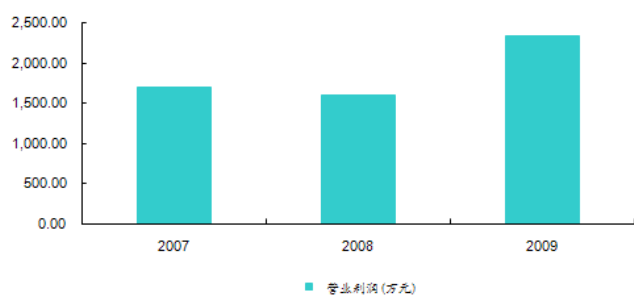
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 近三年公司净利润复合增速 49.1% 单位: 万元



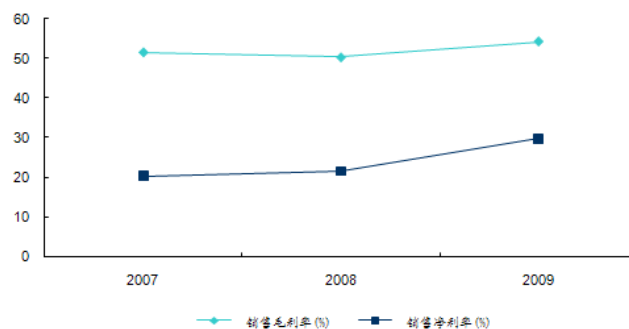
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 近三年公司营业利润复合增速 17.4% 单位: 万元



资料来源: 公司公告, WIND, 长江证券研究部

图 5: 近三年公司毛利率、净利率变化



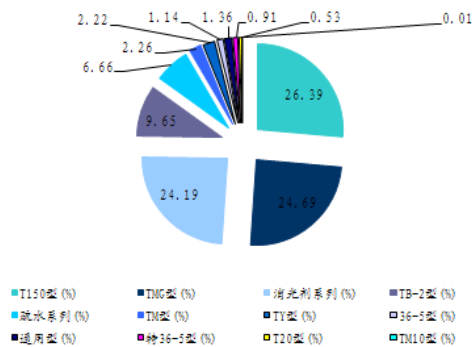
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

主营业务

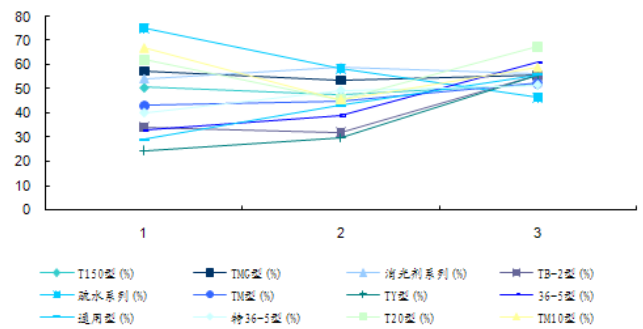
公司主营业务为高分散白炭黑系列产品的生产和销售, 主要产品包括: TMG型、T150型、消光剂系列 (包括T220、T230、T240、T250、T260、T290、T230-L、T240-L、T260-L等型号)、特36-5型/36-5型、TB-2型、TM10型、TM型、通用型、疏水等二十多个白炭黑型号。公司产品可作为补强剂应用于橡胶领域, 作为载体和填充剂应用于饲料、农药、医药领域, 作为消光剂、增稠剂、抗沉降剂应用于涂料、油墨领域, 作为填充剂应用于造纸领域, 以及作为摩擦剂、增稠剂应用在牙膏中。

从公司主营产品构成来看, T150型、TMG型、消光剂系列和TB-2占了营收的84.92%。其中T150型和TMG型产品均应用于热硫化硅橡胶, 消光剂系列应用于涂料工业、油墨和纸类, TB-2应用于农药、农膜和乳胶制品。

公司的各种产品在2007年毛利率差距较大, 分布很广。而从趋势上来看, 各产品毛利率分布明显收窄, 2009年多数产品毛利率均在50%~60%之间。

图 7：2009 年公司主营构成按产品分类


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：近三年公司各产品毛利率变化


资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目

公司本次拟向社会公开发行人 1300 万股人民币普通股，募集资金在扣除发行费用后将全部用于公司主营业务高分散沉淀法白炭黑的产能扩建。募集资金使用情况见表 1

表 1：公司募投项目资金使用

项目名称		募集资金使用计划（万元）		
		第一年	第二年	合计
年产 2 万吨高分散沉淀法白炭黑项目	总投资	10,162.52	1,877.71	12,040.23
	建设投资	10,162.52		10,162.52
	流动资金		1,877.71	1,877.71

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司募投项目投产后产量、收入预测见表 2。产能投放后公司预计新增收入达 1.27 亿元，预计新增税后利润 3295 万元，将大大提高公司业绩。

表 2：募投项目投产后产量及收入情况预测

产品名称	新增产量	新增销售收入（万元）
轮胎用高分散白炭黑（GF）	10000 吨/年	6000
高档硅橡胶用高分散白炭黑（TMG）	2000 吨/年	1500
中档硅橡胶用高分散白炭黑（T150）	5000 吨/年	2750
消光剂系列白炭黑	3000 吨/年	2700

资料来源：招股说明书，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 0.54 元、0.83 元和 1.16 元。按照 2010 年 30-35 倍市盈率，合理申购价格为 16.20-18.90 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	79	102	166	231	货币资金	21	404	361	399
营业成本	36	48	78	109	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	43	54	88	123	应收账款	14	18	30	42
% 营业收入	54.3%	53.0%	53.0%	53.0%	存货	9	11	18	25
营业税金及附加	1	1	1	2	预付账款	8	10	16	23
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	3	4	7	10
销售费用	12	14	23	32	流动资产合计	55	448	432	498
% 营业收入	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	7	9	15	21	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-3	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	-2.5%	-0.8%	-0.9%	固定资产合计	39	60	93	106
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	2	2	2	2
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	0	0	0	0
营业利润	23	33	50	70	其他非流动资产	8	42	77	66
% 营业收入	29.8%	31.8%	30.1%	30.3%	资产总计	105	553	604	672
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	27	33	50	70	应付款项	6	8	13	18
% 营业收入	34.8%	31.8%	30.1%	30.3%	预收账款	0	1	1	2
所得税费用	4	5	7	10	应付职工薪酬	0	1	1	1
净利润	24	28	43	60	应交税费	0	1	1	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	2	3	4
的净利润	23.5	28.0	43.0	60.2	流动负债合计	8	12	20	28
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	15	15	15	15
EPS（元/股）	0.60	0.54	0.83	1.16	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	0	0	0	0
经营活动现金流净额	17	24	30	50	负债合计	23	27	35	43
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	82	526	569	629
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	2	0	0	0	股东权益	82	526	569	629
固定资产投资	0	-60	-75	-14	负债及股东权益	105	553	604	672
其他	-19	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-16	-60	-75	-14		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.603	0.538	0.826	1.158
股权融资	0	13	0	0	BVPS	2.10	10.12	10.94	12.10
银行贷款增加（减少）	10	0	0	0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	0	3	1	2	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1	403	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	9	419	1	2	EV/EBITDA	-0.27	-12.06	-6.21	-4.98
现金净流量	9	383	-43	38	ROE	28.6%	5.3%	7.6%	9.6%

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。

梅崧玺，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。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士。

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。