

三季报业绩预增符合预期，维持景气向上判断

公司研究简报

◆事件:

公司发布第二次业绩预告，前三季度预计净利润约 7767.58~8544.338 万元，增长了 100-120%，超出市场预期，但基本符合我们预期。

◆三季度单季 EPS0.1 元，出口市场打开，原材料维持弱势，未来景气趋势向上

按照公司发布的业绩预告，公司三季度单季度净利润约为 4419 万元~5195 万元，折合每股收益 0.092 元~0.108 元，基本体现出了公司单季度的盈利水平（因二季度出口大幅增加，但收入确认在三季度，而三季度出口要四季度确认），同比和环比均有较大幅度提升。

炭黑原材料煤焦油价格近期跟随油价下跌，8 月份以来价格始终在 3000 元/吨以下，而炭黑价格相对未定，目前黑猫国内售价在 7200 元/吨左右，出口在 7800 元/吨左右，未来原材料价格维持弱势，四季度盈利情况乐观。

◆进入国外高档轮胎企业市场蓝海，12 年底国内炭黑供需拐点或来临

我们认为，公司未来盈利能力将显著好于国内其他企业，主要在于黑猫已经进入全球各大轮胎企业供应体系，出口大幅增长，且出口的盈利要明显好于国内。全球来看，国外炭黑产能逐渐向中国为代表的发展中国家转移是大趋势，未来来看中国炭黑会成为欧美炭黑订单长期的一个补充，预计未来炭黑出口将继续增加。

从炭黑国内供需情况来看，炭黑企业开工率呈现大企业开工率高、中小企业开工率非常低的结构特征，预计 11 年新增产能 30 万吨（其中黑猫 20 万吨），实际 11 年有效产能 480 万吨，明年新增产能预计 40 万吨，而今年预计国内消费量 400 万吨，预计未来 5 年每年需求增长在 50 万吨左右，预计 12 年下半年、13 年或将迎来行业供需的拐点。预计五年之内中国整个炭黑的产销量达到 600 万吨，占全球产销的 45%-50%。

◆维持对公司处于景气上升通道的判断，维持“买入”的投资评级，12 个月目标价格 11 元。

我们维持对公司处于景气上升通道的判断，公司今年以来出口大幅增加，业绩拐点逐渐显现，未来随着公司产能快速扩张，业绩有望持续超预期，公司中报以资本公积向全体股东每 10 股转增 6 股，股本摊薄后预计 11-13 年 EPS 分别为 0.27、0.48 和 0.68 元，维持“买入”的投资评级，目标价格 11 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,863	3,023	3,907	4,769	5,875
营业收入增长率	4.92%	62.29%	29.25%	22.05%	23.19%
净利润（百万元）	79	54	128	229	328
净利润增长率	2639.37%	-32.26%	139.64%	78.19%	43.27%
EPS（元）	0.16	0.11	0.27	0.48	0.68
P/E	47	70	29	16	11

买入（维持）

当前价/目标价：7.78/11.00 元

目标期限：12 个月

分析师

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

程磊（执业证书编号：S0930510120003）

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

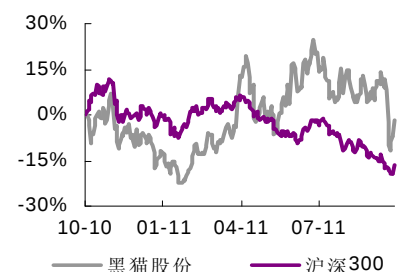
总股本(亿股)：4.80

总市值(亿元)：37.32

一年最低/最高(元)：6.87/16.04

近 3 月换手率：80.09%

股价表现(一年)

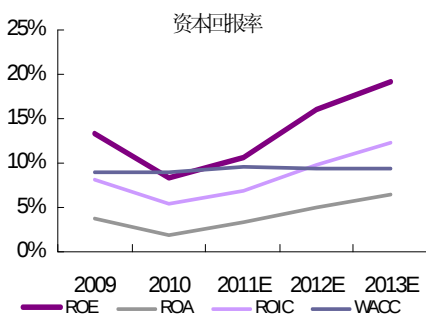
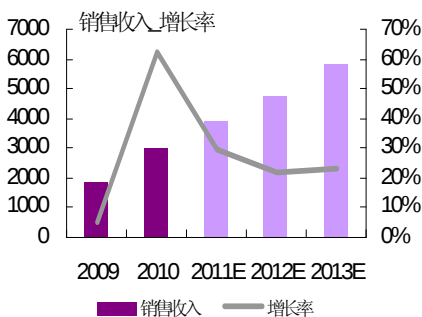
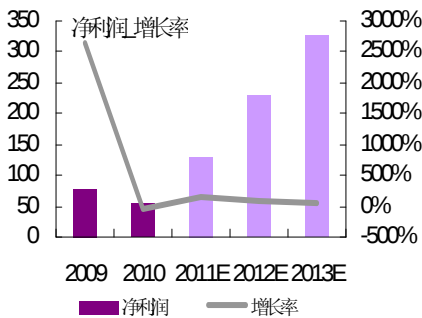
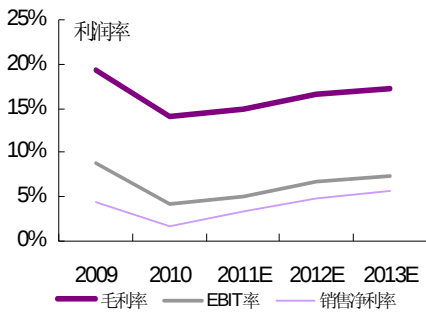


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.97	-0.65	14.60
绝对	-9.83	-14.13	-2.04

相关研报

出口大幅增长业绩预占已现 出口订单尚未确



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,863	3,023	3,907	4,769	5,875
营业成本	1,501	2,597	3,322	3,972	4,861
折旧和摊销	63	89	167	184	199
营业税费	7	6	13	14	16
销售费用	133	206	260	327	398
管理费用	54	69	102	124	147
财务费用	51	75	65	72	76
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	111	53	135	249	361
利润总额	105	61	146	260	372
少数股东损益	5	0	0	0	0
归属母公司净利润	79.06	53.55	128.34	228.69	327.65

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,270	2,982	3,939	4,516	5,108
流动资产	1,140	1,417	2,236	2,741	3,270
货币资金	230	280	586	715	881
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	402	603	812	971	1,208
应收票据	180	137	261	332	356
其他应收款	7	10	22	20	26
存货	246	348	463	580	680
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	25	25	25	25
固定资产	995	1,155	1,302	1,385	1,445
无形资产	51	68	65	61	58
总负债	1,634	2,288	2,674	3,041	3,340
无息负债	710	1,054	1,336	1,597	1,928
有息负债	924	1,234	1,338	1,444	1,412
股东权益	636	694	1,265	1,475	1,768
股本	192	250	480	480	480
公积金	241	246	471	494	527
未分配利润	162	146	261	448	708
少数股东权益	41	53	53	53	53

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-95	214	101	350	543
净利润	79	54	128	229	328
折旧摊销	63	89	167	184	199
净营运资金增加	271	19	387	258	214
其他	-508	52	-581	-321	-198
投资活动产生现金流	-283	-376	-300	-250	-250
净资本支出	283	351	300	250	250
长期投资变化	0	25	0	0	0
其他资产变化	-565	-751	-600	-500	-500
融资活动现金流	317	212	505	29	-127
股本变化	32	58	230	0	0
债务净变化	304	310	104	106	-32
无息负债变化	123	344	281	262	331
净现金流	-61	50	306	129	166

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.92%	62.29%	29.25%	22.05%	23.19%
净利润增长率	2639.37%	-32.26%	139.64%	78.19%	43.27%
EBITDA 增长率	83.37%	-3.45%	68.59%	37.74%	26.08%
EBIT 增长率	121.67%	-20.73%	55.23%	60.74%	36.21%
估值指标					
PE	47	70	29	16	11
PB	6	6	3	3	2
EV/EBITDA	11	16	14	10	8
EV/EBIT	16	27	26	16	12
EV/NOPLAT	20	30	29	19	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.40%	14.09%	14.97%	16.70%	17.25%
EBITDA 率	12.10%	7.20%	9.39%	10.60%	10.85%
EBIT 率	8.72%	4.26%	5.12%	6.74%	7.45%
税前净利润率	5.65%	2.01%	3.73%	5.45%	6.34%
税后净利润率 (归属母公	4.24%	1.77%	3.28%	4.80%	5.58%
ROA	3.70%	1.79%	3.26%	5.06%	6.41%
ROE (归属母公司) (摊	13.28%	8.35%	10.59%	16.09%	19.11%
经营性 ROIC	8.04%	5.45%	6.82%	9.77%	12.21%
偿债能力					
流动比率	0.84	0.71	0.95	1.02	1.10
速动比率	0.66	0.54	0.76	0.80	0.87
归属母公司权益/有息债务	0.64	0.52	0.91	0.98	1.21
有形资产/有息债务	2.39	2.35	2.89	3.08	3.57
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.16	0.11	0.27	0.48	0.68
每股红利	0.02	0.00	0.04	0.07	0.10
每股经营现金流	-0.20	0.45	0.21	0.73	1.13
每股自由现金流(FCFF)	-0.81	-0.32	-0.70	-0.07	0.28
每股净资产	1.24	1.34	2.53	2.96	3.58
每股销售收入	3.88	6.30	8.14	9.94	12.25

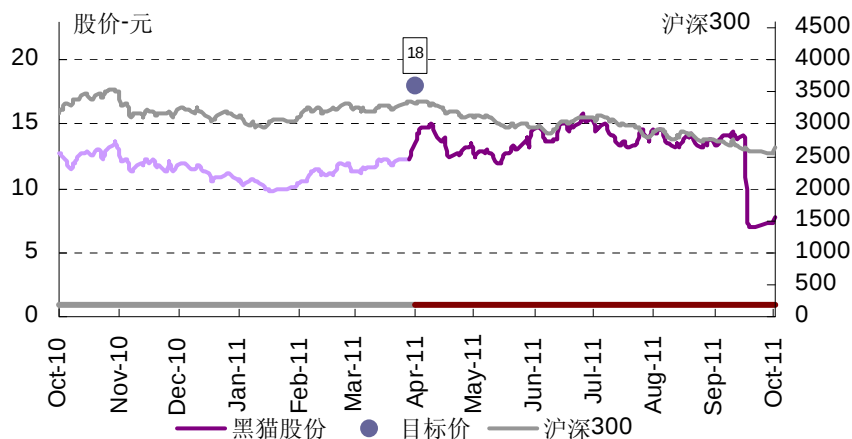
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

黑猫股份（002068）



日期	股价	目标价	评级
2011-04-11	12.26	18.00	买入
2011-06-26	14.86	18.00	买入
2011-08-29	13.63	18.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com