

黑猫股份 (002068.SZ)

化学原料行业

评级：增持 首次评级

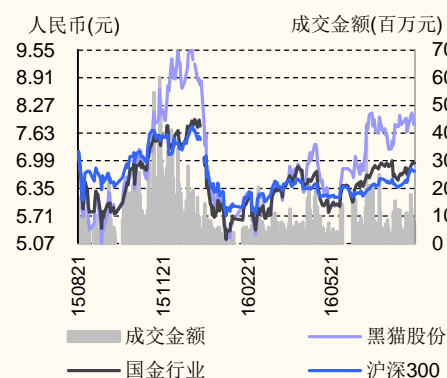
公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.86 元
 目标价格 (人民币): 10.00-12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	606.96
总市值(百万元)	4,771.52
年内股价最高最低(元)	9.57/5.07
沪深 300 指数	3365.02
深证成指	10872.71



价差改善迎来业绩拐点 中长期持续受益行业 议价能力提升

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.201	0.028	0.059	0.077	0.110
每股净资产(元)	2.88	3.22	3.27	3.33	3.43
每股经营性现金流(元)	3.11	-0.51	0.90	1.06	1.02
市盈率(倍)	43.24	313.27	132.25	101.58	71.43
行业优化市盈率(倍)	37.84	65.49	59.67	59.67	59.67
净利润增长率(%)	275.50%	-82.47%	113.03%	30.19%	42.21%
净资产收益率(%)	6.99%	0.87%	1.82%	2.32%	3.20%
总股本(百万股)	479.70	607.06	607.06	607.06	607.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内炭黑行业的龙头企业。公司拥有各类炭黑产品合计 106 万吨，产业布局覆盖全国八个省市。公司同时拥有 100 万余吨的煤焦油深加工产能，同时在青岛开设研发中心积极开拓新产品的研发工作。公司拥有强大的上游原材料资源以及下游客户群，在国内以及全球市场具有极强的竞争优势。
- 炭黑行业景气度有望改善。我们维持 2016 年 8 月 16 日发布的炭黑行业深度报告中关于炭黑行业的基本观点。炭黑行业目前已经走出最差的时刻，随着国内外原料油价差的持续恢复，以及行业集中度的持续提升，行业短中长期都具有较强的投资价值。
- 行业短期迎来业绩拐点。目前国内外炭黑原料油比价关系已逐步见底恢复：国内煤焦油产能过剩仍较为严重，价格大幅上涨概率不大；海外原油价格已经企稳未来有望逐步回升。国内炭黑-煤焦油价差有望进一步修复，行业迎来业绩拐点。
- 行业中长期基本面有持续改善的空间。我们认为未来炭黑行业将沿着三条路径继续发展：第一是行业集中度的持续提升所带来的议价能力的提升；第二是特种炭黑产品的进口替代空间仍较大；第三是全球环保约束持续趋严有望进一步优化行业结构。
- 公司三季度业绩受益于行业价差修复迎来拐点。黑猫股份于 8 月 19 日发布半年报并公布前三季度业绩预告，公司 1-9 月份归属上市公司股东净利润预计为 1670.9 万元，考虑到今年上半年归属上市公司股东净利润为-5711 万元，公司三季度业绩迎来拐点得到验证。我们认为公司未来单季度利润将维持环比改善的趋势，短中长期充分受益于炭黑行业的景气度提升。

投资建议

- 我们认为公司在短中长期都将充分受益于炭黑行业的景气度改善，并具有极高的业绩弹性。假设公司全年开工率维持在 90%左右的水平，炭黑-煤焦油价差每扩大 100 元，公司 EPS 增厚 0.13 元。我们预计 16-18 年公司摊薄每股收益为 0.059、0.077、0.11 元。对公司首次覆盖，给予增持评级。

风险提示

- 全球原油价格大幅下跌 国内炼焦行业去产能超预期

霍堃

联系人
 huokun@gjzq.com.cn
 (8621)60230248

陈煜

联系人
 chenyu1@gjzq.com.cn
 (8621)60230237

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内炭黑行业绝对的龙头企业	5
炭黑产能国内第一 盈利能力稳定	5
公司产能实现全国布局 行业市占率持续提升	6
公司下游客户群稳定 提供极强竞争优势	7
并购切入环保领域, 盈利增长可期	8
炭黑产业有望迎来行业拐点	12
全球炭黑原料油具有两套体系的独立的供需体系	12
FCC 澄清油与原油价格直接相关	15
煤焦油基本面由全产业链供需关系所决定	16
国内炭黑行业经历野蛮生长之后回归理性	22
产能规模持续优化将提升炭黑企业在产业链中的议价能力	24
国内高级炭黑仍有极大的市场空间	26
环保约束的持续提升有望进一步优化行业格局	28
投资建议与盈利预测	30

图表目录

图表 1: 公司股权架构图	5
图表 2: 炭黑产品毛利率仍维持行业内较高水平	6
图表 3: 焦油精制业务收入有所下滑但毛利率稳步提升	6
图表 4: 公司产业布局发展历程	6
图表 5: 公司目前炭黑产能位列全国第一	7
图表 6: 公司产能布局围绕焦炭生产的大省布局	7
图表 7: 公司在全国的市场占有率持续提升	7
图表 8: 公司海外收入占比维持稳定	8
图表 9: 公司下游主要客户	8
图表 10: 永源节能 2014-2015 年总资产	9
图表 11: 永源节能 2014-2015 年营业收入及净利润	9
图表 12: 永源节能部分荣誉	9
图表 13: 永源节能部分主营业务	10
图表 14: 永源节能已经实施和正在开展的项目	10
图表 15: 石油与煤炭两条路线作为炭黑原料油简图	12
图表 16: 美国炼油产业催化裂化深度显著高于中国	13
图表 17: 全球主要炭黑生产国原料油构成	13
图表 18: 国内炭黑原料油结构演化进程	14
图表 19: 全球炭黑原料油结构发生较大改变	14
图表 20: 美国炭黑原料油出口呈现下滑趋势	15
图表 21: 国内炭黑原料油抢占之前美国的亚洲市场	15

图表 22: 美国炭黑产量与原油价格具有一定程度的负相关	15
图表 23: 中国炭黑主要以出口东南亚国家为主	16
图表 24: 2015 年东南亚出口国下滑显著	16
图表 25: 2006 年后三次价差显著收窄时期对应国内炭黑出口放缓或下降	16
图表 26: 按照干馏温度对煤焦油种类进行划分	17
图表 27: 全球范围内基于煤焦油的化工品占比汇总	17
图表 28: 煤焦油下游需求结构以深加工和炭黑为主	18
图表 29: 高温煤焦油各馏分构成情况	18
图表 30: 煤沥青下游需求结构	18
图表 31: 电解铝产量在 2015 年反弹后出现放缓	19
图表 32: 国内电炉钢比重持续下降	19
图表 33: 蒽油馏分主要化合物构成	19
图表 34: 2014 年全球工业萘生产能力汇总	19
图表 35: 海外工业萘下游需求以萘酐为主	20
图表 36: 亚洲是当前以及未来全球工业萘的主要消费地	20
图表 37: 萘系减水剂仍将是工业萘的主要下游需求	20
图表 38: ...但聚羧酸减水剂比重呈现上升趋势	20
图表 39: 煤焦油下游主要需求判断汇总	21
图表 40: 国内主要高温煤焦油深加工企业生产能力	21
图表 41: 未来主要高温煤焦油加工扩产计划 (在建)	21
图表 42: 未来国内煤焦油深加工主要发展方向	22
图表 43: 国内炭黑企业盈利与煤焦油呈一定程度负相关	22
图表 44: 卡博特盈利能力与油价相关性较大	22
图表 45: 国内煤焦油产量的持续提升为国内炭黑企业发展提供强力支撑	23
图表 46: 国内汽车销量增速已显著下滑	23
图表 47: 2015 年国内轮胎产量出现较大幅度负增长	23
图表 48: 国内炭黑出口量逐步走出低谷 呈现出环比改善趋势	24
图表 49: 美国炭黑产能提升的同时 总装置数在持续下降	24
图表 50: 国内早期炭黑产能规模提升过程	25
图表 51: 近年来国内炭黑产能规模进一步提升	25
图表 52: 炭黑行业 CR10 近年来持续提升	25
图表 53: 全球轮胎市场集中度呈现下降趋势 CR10 的下降幅度高于 CR20 ..	25
图表 54: 国内轮胎行业集中度持续下降	26
图表 55: 国内炭黑进口量维持在稳定水平之上 (万吨)	26
图表 56: 卡博特特种炭黑在消费品上的色彩表现	27
图表 57: 卡博特特种炭黑在工业品上的色彩表现	27
图表 58: 在 ABS 塑料上的色彩表现	27
图表 59: 在聚酰胺 6 工程塑料上的色彩表现	27
图表 60: 特种炭黑在 ABS 塑料表面的表现力	27

图表 61: 特种炭黑在 PS 塑料上的溶解流指数	27
图表 62: 近年来卡博特的综合毛利率水平始终高于黑猫的毛利率水平	28
图表 63: 美国环保署对于炭黑生产有关排放标准的规定	28
图表 64: 公司分业务盈利预测表	30

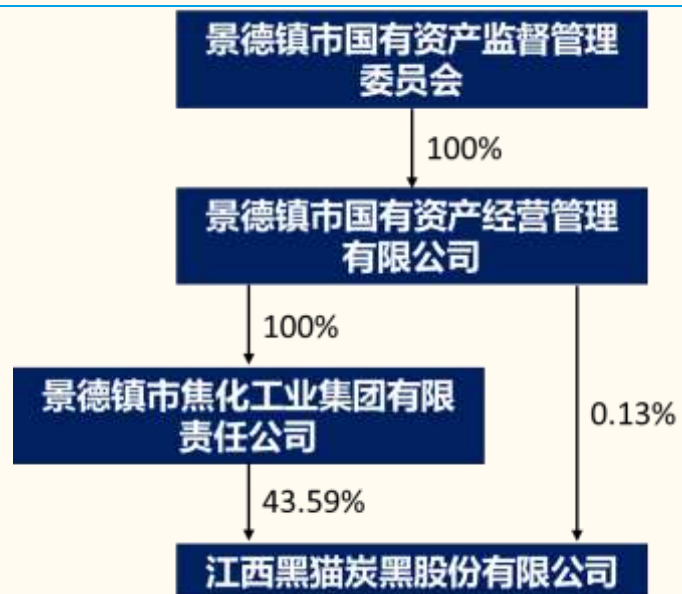
公司是国内炭黑行业绝对的龙头企业

- 江西黑猫股份有限公司（以下简称黑猫股份）是国内炭黑行业绝对的龙头企业。公司拥有各类炭黑产品合计 106 万吨，产能布局全国八个省市。公司同时拥有 100 万余吨的煤焦油深加工产能，同时在青岛开设研发中心积极开拓新产品的研发工作。公司拥有强大的上游原材料资源以及下游客户群，在国内以及全球市场具有极强的竞争优势。
- 我们认为公司在当前这个时点具有一定的投资价值。短期来看，由于国内外炭黑原料油价差的恢复，国内炭黑恢复竞争优势，公司产品价差逐步扩大，盈利迎来拐点；中长期来看，由于炭黑行业集中度的持续提升，去产能进程逐步推进，行业龙头市占率、议价能力大概率将提高，从而提升公司的盈利能力。
- 公司是国内炭黑领域绝对的龙头企业，拥有极强的上游原材料资源以及产品研发等能力，拥有全球极为广泛的客户源，在国内以及国际市场上具有极强的竞争优势。

炭黑产能国内第一 盈利能力稳定

- 公司前身为 2001 年由景德镇市焦化煤气总厂为主发起人设立的江西黑猫炭黑股份有限公司。公司年开工率维持高位，产销率良好。截止最新的中期报告内容，公司产能为 106 万吨/年。2016 年上半年公司累计生产炭黑 50.9 万吨，销售 50.5 万吨，实现开工率 95%，产销率 99.25%。

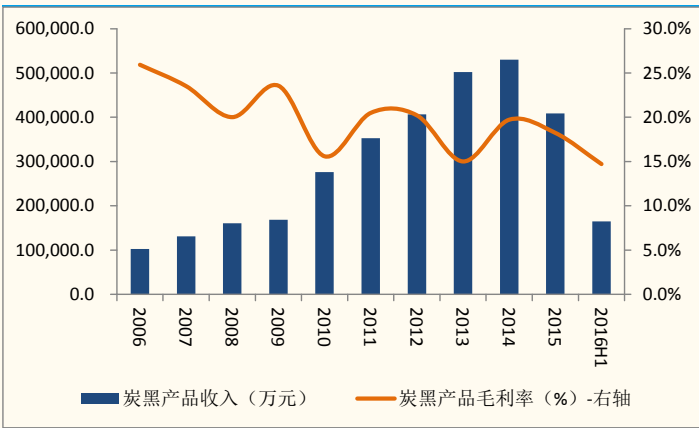
图表 1：公司股权架构图



来源：公司公告，国金证券研究所

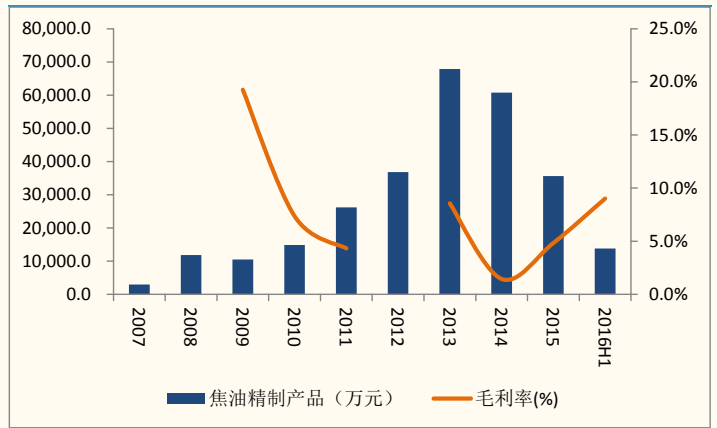
- 公司炭黑产品毛利率维持平稳，煤焦油深加工业务平稳推进。虽然炭黑属于强周期性行业，其盈利主要由炭黑-煤焦油价差所决定，但公司由于规模及技术优势等因素，毛利率维持稳定。公司煤焦油深加工业务平稳推进，15 年以来受到下游需求低迷影响，收入有所下滑。

图表 2：炭黑产品毛利率仍维持行业内较高水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：焦油精制业务收入有所下滑但毛利率稳步提升



来源：Wind，国金证券研究所

公司产能实现全国布局 行业市占率持续提升

- 公司产能扩张始于 2002 年，经过 13 年的布局，目前产能遍布八个省份。同时，青岛黑猫积极开展新产品研发与工艺改善工作，努力提高产品生产的经济效益。内蒙古乌海黑猫的煤焦油深加工进行上游一体化。公司全产业链布局的战略极为清晰。

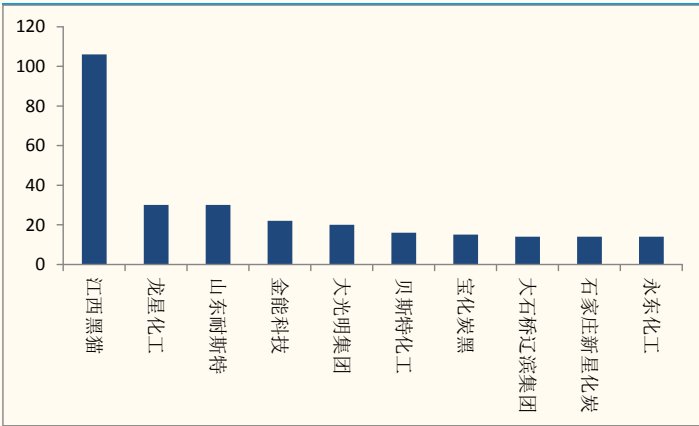
图表 4：公司产业布局发展历程

时间点	企业发展路径
2001 年 7 月	景焦集团进行产业整合，组建江西黑猫炭黑股份有限公司，产能 4 万吨
2002 年 12 月	黑猫股份立足陕西韩城，韩城黑猫投产，产能 12 万吨
2005 年 5 月	黑猫股份挺进东北，在矿产资源丰富的辽宁朝阳成立朝阳黑猫，产能 6 万吨
2008 年 4 月	黑猫股份转战内蒙古，在新兴工业城市乌海成立乌海黑猫，产能 16 万吨
2010 年 4 月	黑猫股份北上文化历史名城河北邯郸，邯郸黑猫投产，产能 16 万吨
2011 年 4 月	黑猫股份将目光投向中国最重要的能源、重工业基地——山西太原，成立太原黑猫，产能 7 万吨
2011 年 6 月	黑猫股份布局华北，在中国近代工业的摇篮河北唐山成立唐山黑猫，产能 20 万吨
2014 年	黑猫股份移师华东，在山东济宁建设了第八个生产基地，产能 20 万吨
2013 年 4 月	黑猫股份为引领行业发展，携手青岛科技大学共同组建青岛黑猫，深入开展炭黑生产技术与相关应用研究。
2013 年 10 月	乌海黑猫与内蒙古自治区政府共同出资组建内蒙古煤焦化工新材料研究院，黑猫股份产业链得以向上游延伸

来源：公司网站，国金证券研究所

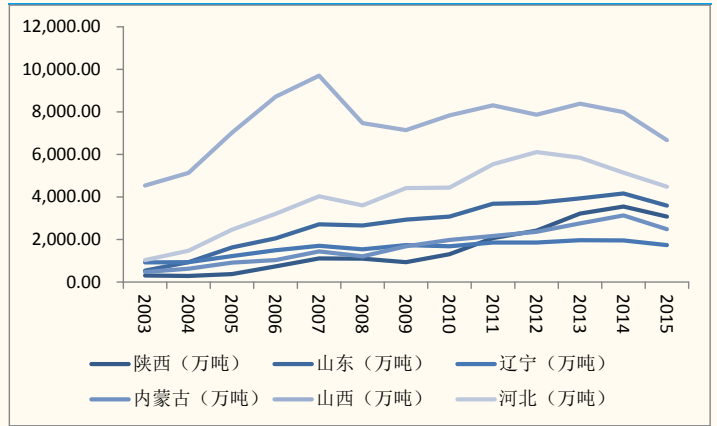
- 公司目前基本实现全国的产能布局战略。公司的产业布局策略是选取原材料价格较为低廉的焦化工业发达的省份，利用其优质的原材料资源进行产业布局。随着产能的持续扩张，公司逐步成为全国最大、规划范围最广的炭黑企业。

图表 5：公司目前炭黑产能位列全国第一



来源：公开资料，国金证券研究所

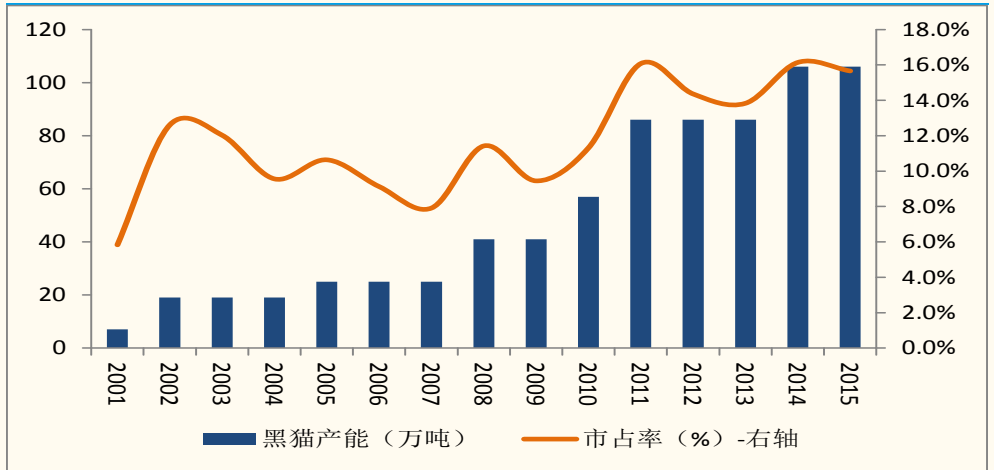
图表 6：公司产能布局围绕焦炭生产的大省布局



来源：Wind，国金证券研究所（焦化工业大省的焦炭产量）

- 公司在国内炭黑的市场占有率持续提升。公司在 2001 年只占全国总产能的 6%，到 2015 年已超过 15%。若考虑公司连续多年 90% 以上的开工率，以及国内持续放缓的炭黑产量，公司市占率已超过 20%。

图表 7：公司在全国的市场占有率持续提升

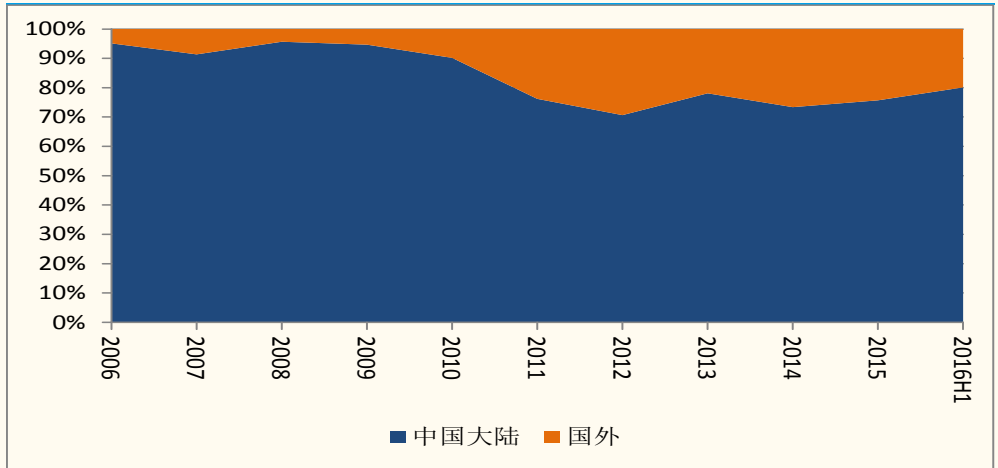


来源：《橡胶工业年鉴》、Wind，国金证券研究所

公司下游客户群稳定 提供极强竞争优势

- 公司下游拥有丰富的客户群体，产品出口比重维持稳定。公司凭借稳定的产品质量和配套服务能力，成为众多一流跨国轮胎企业在中国大陆为数不多的全球供应商。

图表 8：公司海外收入占比维持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

- 世界前十大轮胎生产企业均为公司的销售客户，包括普利司通、米其林、固特异、住友、横滨、韩泰、锦湖等。近年来公司也是加大海外市场的开拓力度，优质的客户和覆盖全球的营销网络为公司提供了较宽的护城河。

图表 9：公司下游主要客户

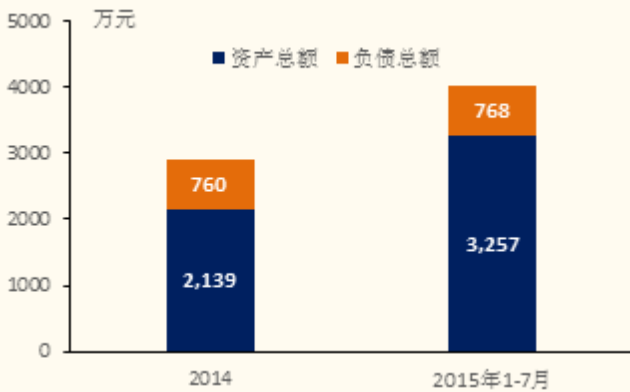


来源：公司官网，国金证券研究所

并购切入环保领域，盈利增长可期

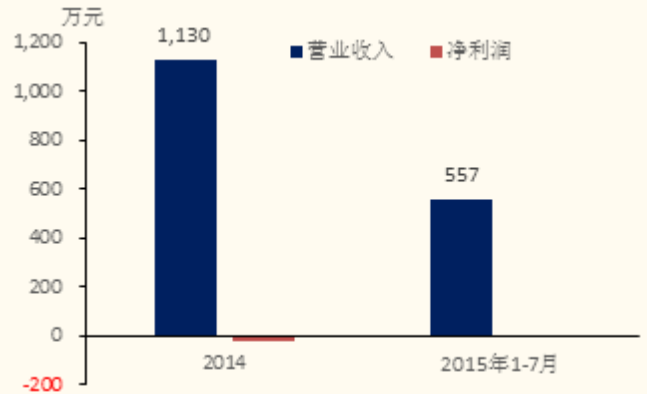
- 公司 2015 年 10 月以自有资金 3500 万元增资认购控股股东景焦集团控股的江西永源节能环保科技股份有限公司（以下简称“永源节能”）2,059 万股股权，占总股权的 52.74%。公司借此成功切入节能环保和合同能源管理行业，尝试公司业务结构的多元化和炭黑业务的环保技术升级，为公司贡献新的盈利增长点。

图表 10: 永源节能 2014-2015 年总资产



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 永源节能 2014-2015 年营业收入及净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **永源节能具有一定全国知名度。**永源节能成立于 2010 年, 2011 年被国家发改委和财政部公告确认为第二批国家备案的节能服务公司, 永源节能是中国工业节能与清洁生产协会、中华环保协会、会员单位。2012-2015 年连续四年登上全国节能服务公司百强榜, 并荣膺全国节能先进典型。
- **公司技术深厚。**公司拥有一批兼具行业工艺经验和节能减排专业知识的复合型人才队伍, 多年类的工程项目实践不断提高了技术团队的实力。同时公司积极开展技术外联, 与包括中科院自动化所、北京化工大学、景德镇陶瓷学院、华东交通大学等科研院校建立了紧密的产学研合作。公司在科技创新方面取得多项专利技术, 节能项目荣获科技部创新基金无偿资助。

图表 12: 永源节能部分荣誉



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **丰富的环保解决方案项目经验。**江西永源为工业企业提供在“节能减排、资源优化”方面的整体解决方案和技术服务, 提供包括工业余热余压回收利用、烟气脱硫脱硝除尘一体化、工业废水废气处理、热工设备能耗诊断改造、节能诊断与技术咨询等集成解决方案、技术服务和相关自主产品。

图表 13: 永源节能部分主营业务



来源: 国金证券研究所

图表 14: 永源节能已经实施和正在开展的项目

业务大类	具体项目
焦炉烟道废气回收利用工程	景德镇开门子陶瓷化工有限公司两套
	新昌南炼焦化工有限公司两套
	四川煤焦化集团一套
	河南中鸿煤化有限公司一套 (目前单套产能最大项目)
	萍乡弘源煤化有限公司一套
	唐山汇丰炼焦制气有限公司两套
	许昌亮源焦化有限公司一套
	广西盛隆冶金有限公司一套
焦化废水脱色处理项目	新昌南炼焦化工有限公司 210 万吨规模已完成并投用。并获得国家环保专项奖励资金
太阳能板应用项目	景德镇市山水瑞园 20 万平方设计方案
水源、地源热泵应用项目	景德镇市开门子大酒店、开门子房地产公司设计方案
LED 节能灯应用项目	金鼎商贸大厦 12 万平方已完成
清洁发展机制 (简称 CDM) 项目	景德镇市开门子陶瓷化工集团有限责任公司干熄焦余热发电项目及辽宁朝阳炭黑尾气发电项目和河北邯郸炭黑尾气项目均申报 CDM 项目。
国家焦化行业能源管理中心示范项目	景德镇市焦化工业集团能源管理中心、江西黑猫炭黑有限公司能管中心项目
国家焦化行业节水示范项目	景德镇市焦化工业集团节水技改示范项目
生产型企业科研经费抵税项目	完成开门子肥业集团的科研经费抵免企业所得税工作
中国自愿减排项目 CCER	邯郸黑猫炭黑有限公司、唐山黑猫炭黑有限公司炭黑尾气发电 CCER 项目

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 我们认为公司作为目前做内最大的炭黑生产企业, 在全国产业布局战略基本完成的大背景下, 将进一步发挥公司的规模优势与产业集群优势, 炭黑

行业景气度回升时将享有极大的业绩弹性。同时，随着公司新领域业务的稳步推进，有望在今后提供新的利润增长点。

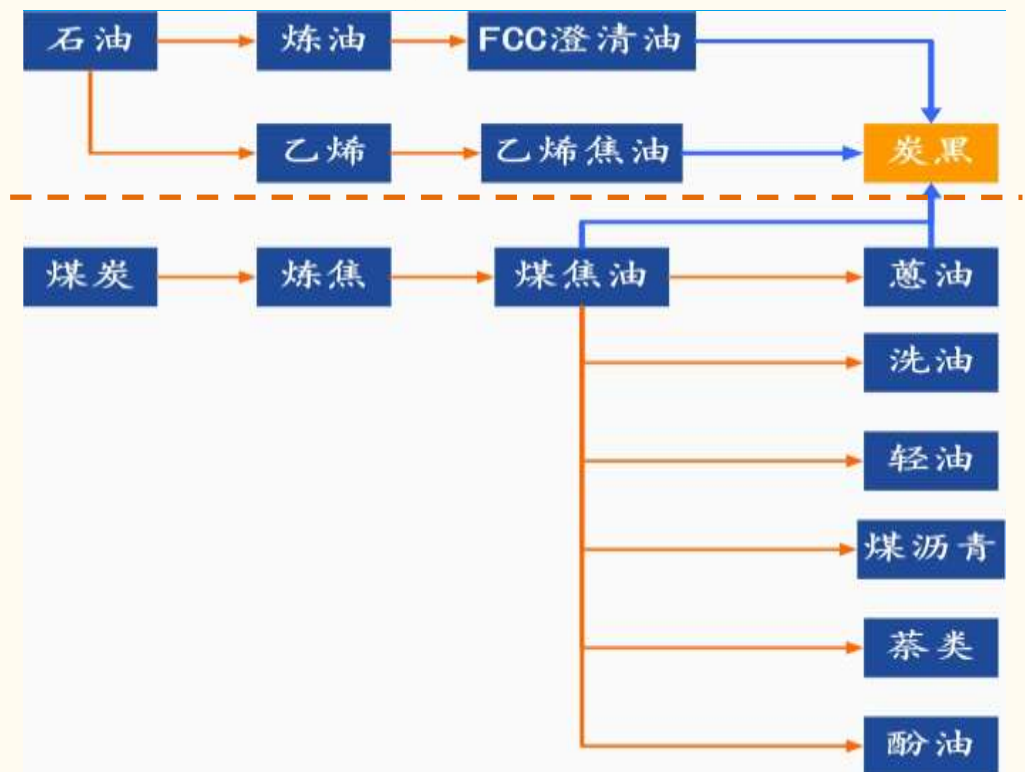
炭黑产业有望迎来行业拐点

- 我们维持 2016 年 8 月 16 日发布的炭黑行业深度报告中关于炭黑行业的基本观点。炭黑行业目前已经走出最差的时刻，随着国内外原料油价差的持续恢复，以及行业集中度的持续提升，行业短中长期都具有较强的投资价值。下面我们将从原料油比价关系以及行业集中度这两方面对行业给予预判与分析。

全球炭黑原料油具有两套体系的独立的供需体系

- 我们认为全球炭黑原料油的差异化导致中国与海外炭黑行业的异同。美国在二战后逐步用油炉法取代槽法的过程中，原料油多采用其本国生产的 FCC（流化催化裂化）澄清油，并大量出口海外；中国在 21 世纪后承接全球炭黑第二轮转移的过程中，原料油仍以煤焦油为基础的各类衍生原料油为主（包括葱油、炭黑油等）。两套原料油的供需格局决定了炭黑成本的定价体系。

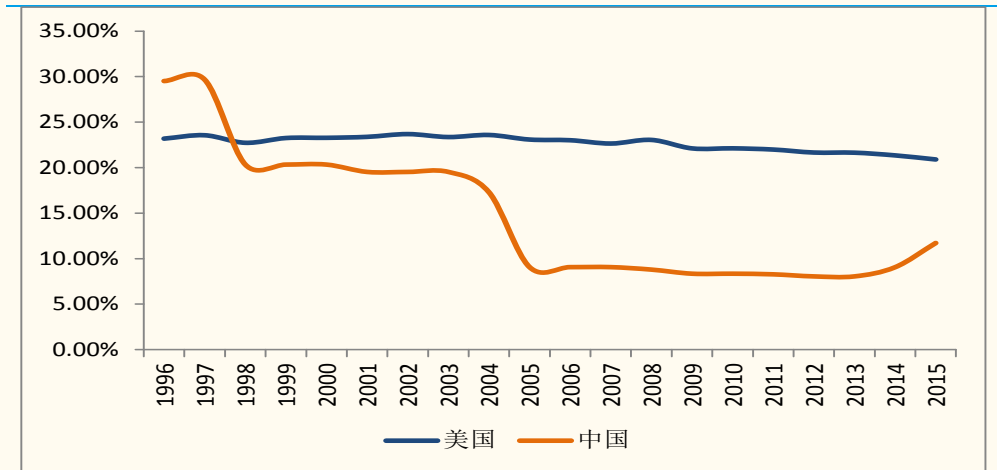
图表 15：石油与煤炭两条路线作为炭黑原料油简图



来源：CNKI，国金证券研究所

- 一般从生产工艺的角度来说，炭黑原料油通常应具有以下性质：BMCI（衡量油品芳烃含量的指标）>120；水分低于 0.5%；灰分低于 0.05%；硫含量低于 0.5%；碱金属含量较低，杂质、沥青质和胶质含量要低。
- 中美炼油体系与油品结构的差异直接导致炭黑原料油的差异。由于美国的炼油厂建造较早，炼厂复杂度要较国内更高；同时由于美国对于汽油的需求显著高于其他油品，直接导致其 FCC 深度显著高于国内。除此之外，由于美国天然气资源发达，导致美国国内燃料油的需求并不高，炼厂通常不会将 FCC 澄清油作为重油稀释油混入燃料油中，而作为炭黑原料油外卖。

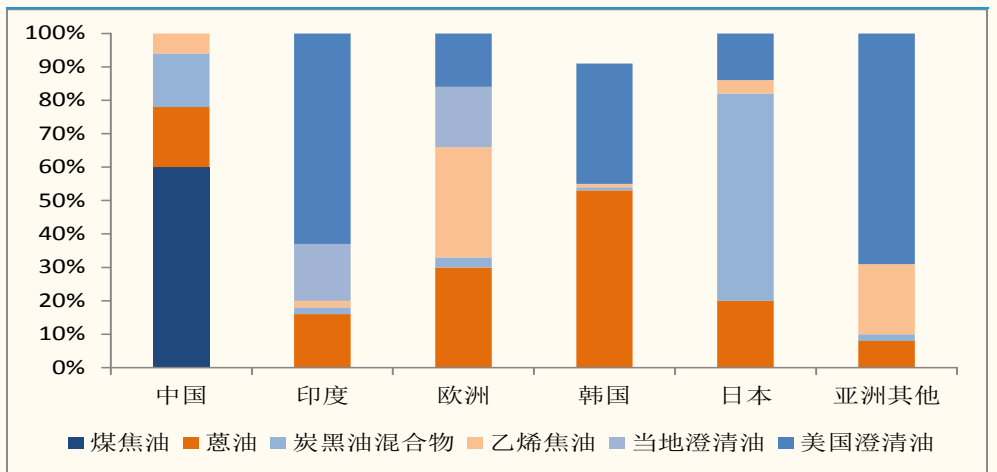
图表 16: 美国炼油产业催化裂化深度显著高于中国



来源: OGI, 国金证券研究所 (用催化裂化能力与一次炼油能力相比)

- 同时由于油品结构的关系, 美国 FCC 澄清油的参数完全复合炭黑原料油的基本需求。相比之下, 中国的 FCC 澄清油由于油品组分与炼油工艺的不同, BSMCI 值小于 120, 且价格基本与燃料油相等高于煤焦油与葱油, 所以更多的是混入重油中作为燃料油烧掉, 而不是作为炭黑原料油使用。

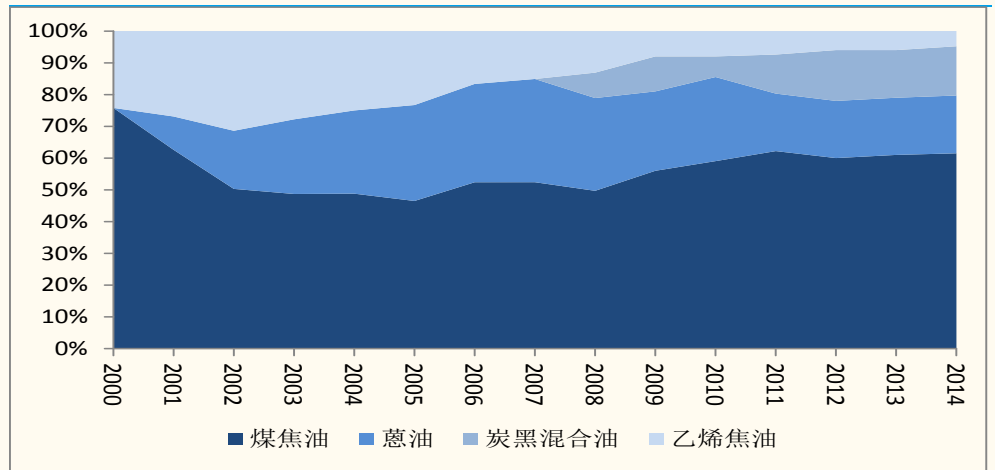
图表 17: 全球主要炭黑生产国原料油构成



来源: 《2013 年亚太炭黑会议论文集》, 国金证券研究所

- 中国的原料油目前以煤焦油为主、葱油为辅; 其他主要炭黑生产国的原料油构成来看, 美国澄清油的出口对其至关重要。其中, 印度作为目前的全球的炭黑生产大国, 有超过 60% 的原料油比重是美国的澄清油, 亚洲其他国家 (台湾、马来西亚、印尼等) 原料油的对外依存度也较高。

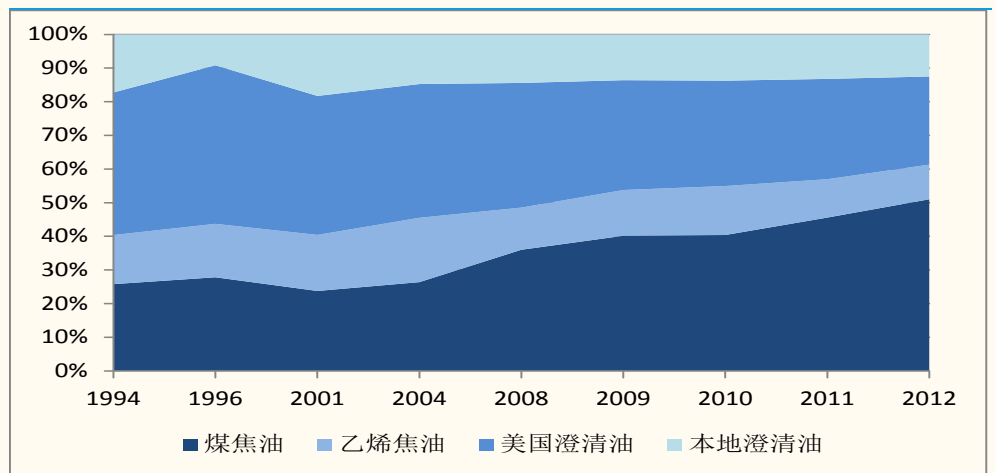
图表 18: 国内炭黑原料油结构演化进程



来源: CNKI, 橡胶工业年鉴, 国金证券研究所

- 国内炭黑生产早期多采用葱油、乙烯焦油路线，之后煤焦油比重逐步提升。因为国内早期的粗煤焦油沥青质和胶质较多，后期随着煤焦油生产工艺的持续改进，国内煤焦油的质量随之提升，其用于生产炭黑的障碍逐渐消除。目前国内炭黑生产中，乙烯焦油的使用比重持续降低，炭黑混合油的比重逐年提升，或将成为未来国内炭黑生产的新趋势。

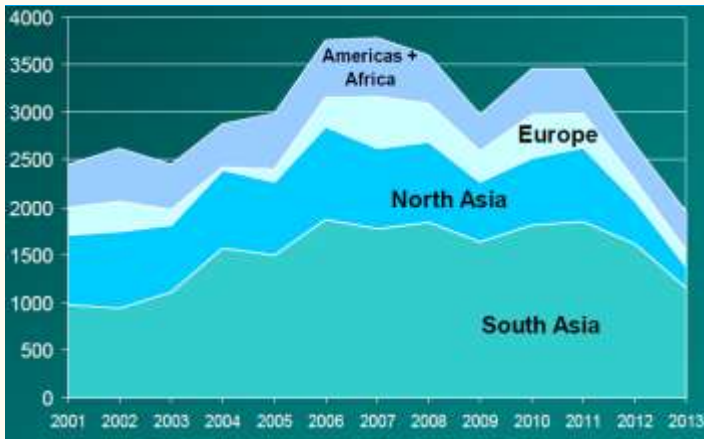
图表 19: 全球炭黑原料油结构发生较大改变



来源: Notch, CNKI, 国金证券研究所

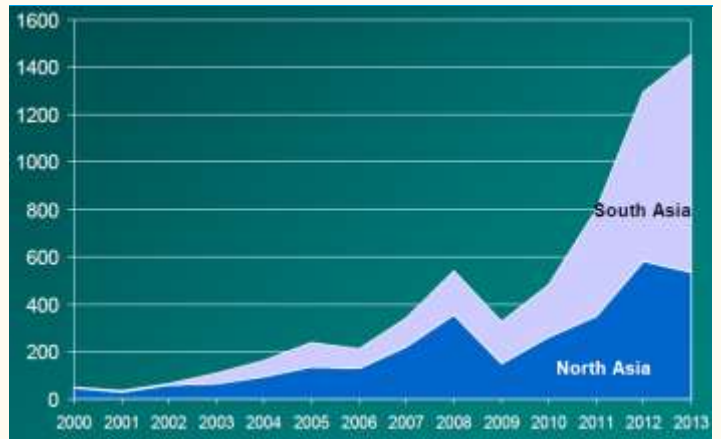
- 从全球范围来看，中国炭黑产业的崛起也带动了全球原料油结构的改变。2000年前，全球炭黑原料油中煤焦油的比重较低；截止2012年，其比重已经显著高于澄清油的使用比重。乙烯焦油比重下降较为显著，这其中也有北美乙烯轻质化之后带来的乙烯焦油供应量减少的影响。
- 同时，由于国内炭黑原料油的生产效率大幅提升，中国企业也通过出口挤占美国的炭黑原料油市场。尤其在亚洲地区美国炭黑原料油市场份额下滑显著，国内炭黑原料油出口显著提升。

图表 20: 美国炭黑原料油出口呈现下滑趋势



来源: CTC international, 国金证券研究所

图表 21: 国内炭黑原料油抢占之前美国的亚洲市场



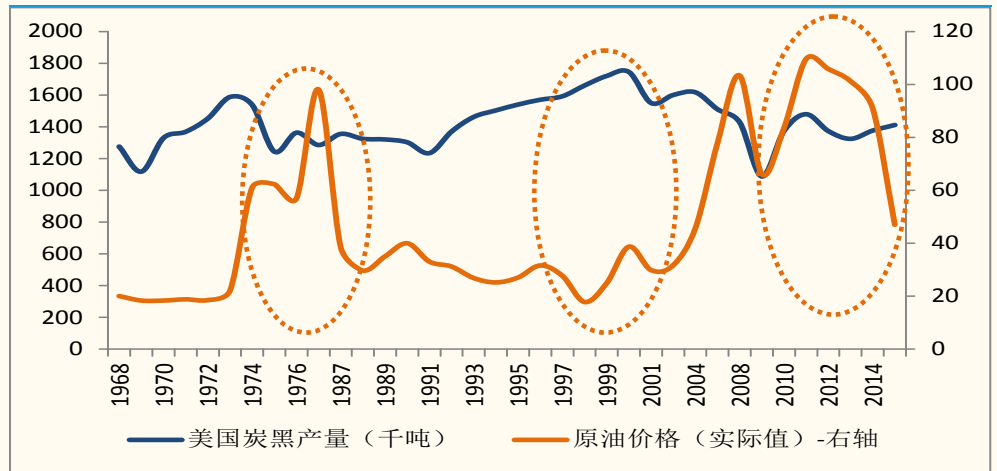
来源: CTC international, 国金证券研究所

- 两类原料油遵循着各自的供需关系所决定的定价体系。海外炭黑原料油由于是北美的 FCC 澄清油主导，其价格波动与原油价格直接相关；中国炭黑原料油是国内炼焦副产的煤焦油主导，其价格则由煤焦油上下游产业链供求关系所决定。下面我们将分开介绍这两套原料油的定价体系。

FCC 澄清油与原油价格直接相关

- 由于北美的 FCC 澄清油几乎都用于生产炭黑，所以可以看出北美炭黑产量与油价呈现出一定程度的负相关性。油价的涨落直接决定了行业的产量与盈利水平。

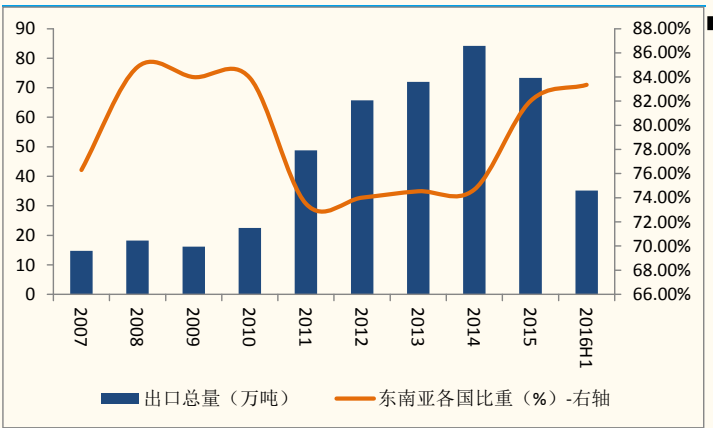
图表 22: 美国炭黑产量与原油价格具有一定程度的负相关



来源: Notch, EIA, 国金证券研究所

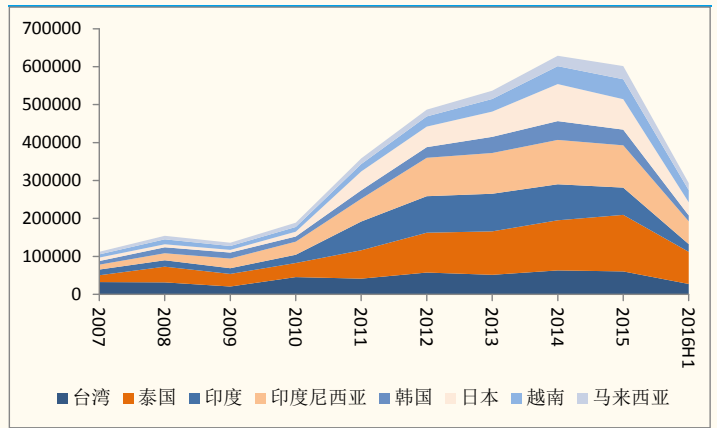
- 我们认为当油价大幅上涨的时候，国内煤焦油路线炭黑会具有一定的成本优势；反之，当油价处于低位运行时，海外炭黑具有一定成本优势，并会挤占中国的海外市场份额。以 2015 年为例，由于油价全年处于低位，国内炭黑出口受到一定冲击，主要的几个出口国家都出现了不同程度的出口量萎缩。

图表 23：中国炭黑主要以出口东南亚国家为主



来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

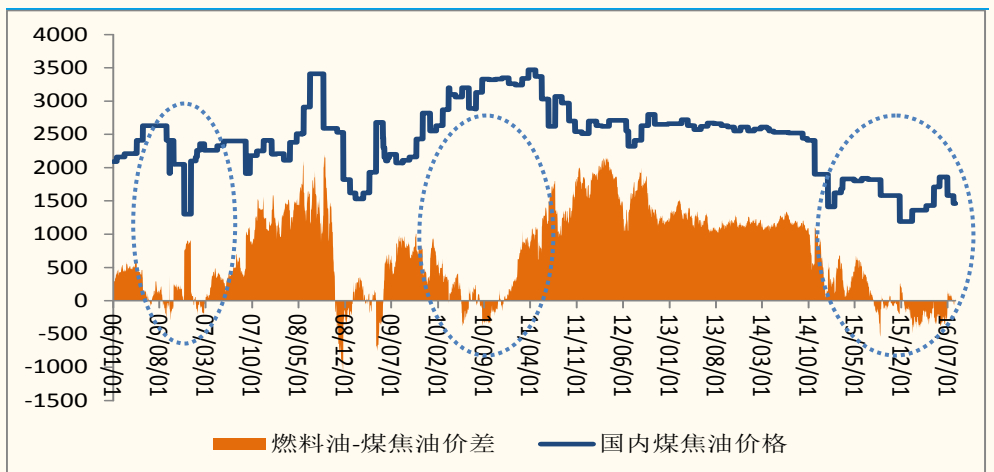
图表 24：2015 年东南亚出口国下滑显著



来源：百川资讯，国金证券研究所

- 由于 FCC 澄清油多与重油稀释做燃料油，其价格可以大概使用燃料油价格进行估计。我们认为若北美炼油及成品油市场基本面不出现显著改变的情况下，FCC 油的基本面基本上是跟踪原油价格进行波动的。这也为我们于国内炭黑原料油进行比价关系提供了可能。

图表 25：2006 年后三次价差显著收窄时期对应国内炭黑出口放缓或下降



来源：百川资讯，Wind，国金证券研究所

- 我们选取新加坡高硫燃料油以及国内山西地区的煤焦油做出比价关系发现，2006 年后出现过三轮燃料油-煤焦油价差大幅收窄甚至为负的阶段。对应之前的国内炭黑出口数据来看，这三年国内炭黑的出口增速分别为-0.9%、-10.9%以及-12.9%，均呈现出一定程度的下滑或放缓。这也从侧验证了我们之前对于 FCC 澄清油价格如何影响国内炭黑市场的判断。

煤焦油基本面由全产业链供需关系所决定

- 国内煤焦油市场的基本面决定了炭黑原料油的价格。煤焦油是煤炭在干馏和气化过程中获得的液体产品，一般根据热解温度不同分为高温、中温、中低温以及低温煤焦油等四类。煤焦油的组成和物理性质根据煤炭来源及热解温度不同，组成会有较大的差别。

图表 26：按照干馏温度对煤焦油种类进行划分

产品名称	干馏温度	理化特性	主要用途
高温煤焦油	1000° C	黑色粘稠液体 相对密度大于 1.2 闪点为 96-105° C	主要用于生产轻油、酚油、萘油以及改性沥青等，再经深加工制取苯、酚、萘、蒽、沥青等化工原料
中温煤焦油	700-900° C	黑色或紫红色粘稠液体 密度 1.02-1.05	酚类化合物含量更高，以粗酚为原料通过精馏方法可以得到工业苯酚、甲酚和二甲酚等。
中低温煤焦油	600-800° C	密度低于 1 石蜡含量高、芳构化和缩合程度低	多用于下游深加工
低温煤焦油	450-650° C	暗褐色液体 密度小于 1 粘度大有特殊气味	与高温煤焦油的性质差别较大，绝大部分直接用于液体燃料（汽柴油、燃料油等）的生产原料，也是酚类化合物的主要生产来源

来源：《煤焦油深加工技术》，国金证券研究所

- 煤焦油是全球化工体系中的重要一环，许多重要有机物的提取都要源于煤焦油。下游产业链繁杂，需求端的涨落难以把握是分析煤焦油产业链的难点，找出行业的主要矛盾是预判煤焦油产业链的主要方法论。

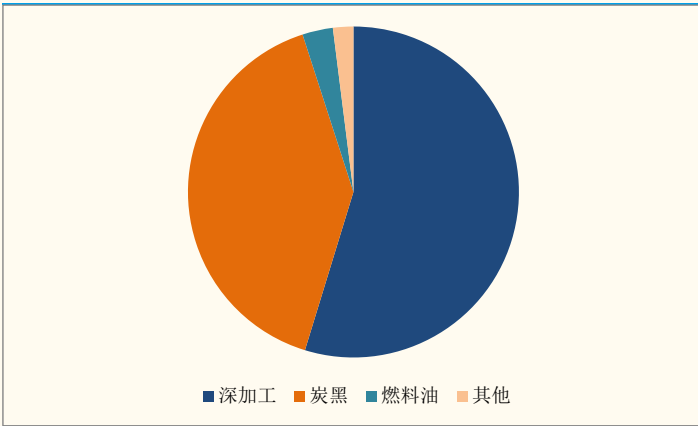
图表 27：全球范围内基于煤焦油的化工品占比汇总

产品名称	比重	产品名称	比重
苯	15	苯酚	3
萘	85	其他酚类	40
蒽	>96	炭黑	30
芘	>90	木材防腐剂	75
茈	> 90	工业碳素制品	100
喹啉	100		

来源：CNKI，国金证券研究所

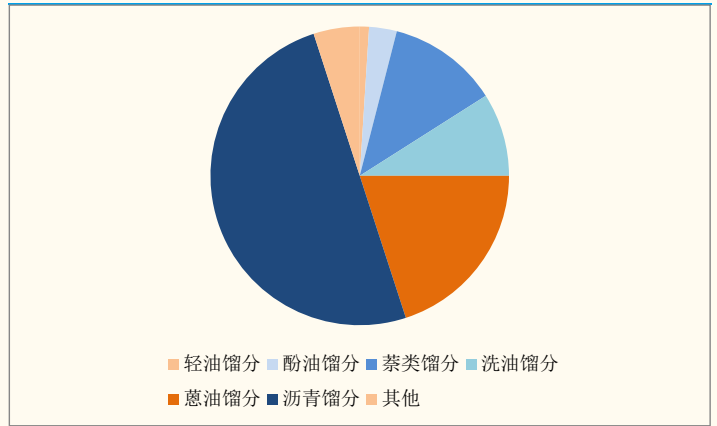
- 人类对于煤焦油的加工最早始于 1820 年，通过焦油分离精制化工产品是在进入石油化工时代前最重要的手段。如在整个二战期间德国的化工体系都是建立在以煤炭为基础的化学工艺之上。由于煤焦油成分的复杂性，目前从中分离并得到确认的单体化合物已超过 500 种，预计组分总计将超过 1000 种。行业仍有较大的发展潜力。
- 我们对于煤焦油产业链的分析将始于需求端。目前国内煤焦油下游需求仍以深加工、炭黑这两大块构成，其中深加工下游需求是以煤沥青、蒽油、萘类馏分、洗油馏分为主。其中除去蒽油是重要的炭黑原料油外，其他深加工产品的下游需求并不雷同，我们认为煤焦油深加工行业的荣枯更能影响整个行业的基本面波动。

图表 28: 煤焦油下游需求结构以深加工和炭黑为主



来源: CNKI, Wind, 国金证券研究所

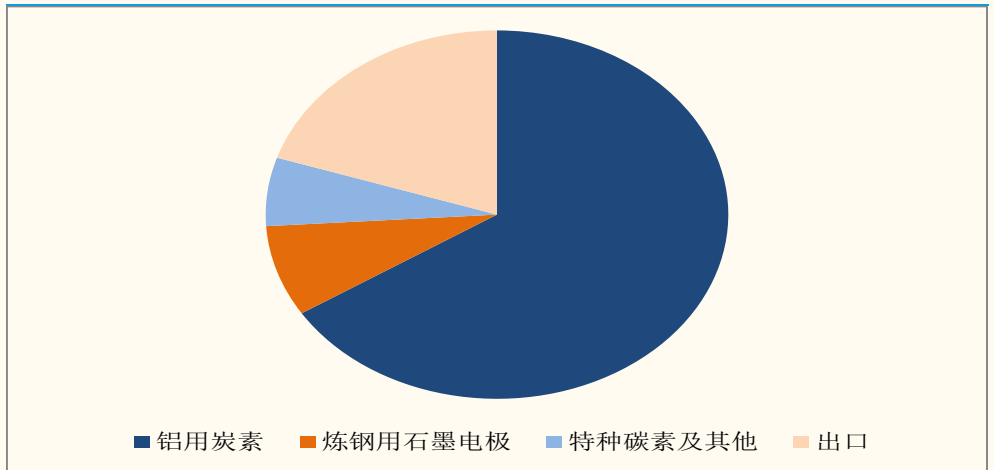
图表 29: 高温煤焦油各馏分构成情况



来源: CNKI, 国金证券研究所

- 煤焦油深加工领域的荣枯决定了行业基本面波动, 其下游需求的最主要部分——煤沥青的生产也在较大程度上影响行业的需求起伏。煤沥青作为深加工领域的重要组分, 其下游主要用途包括铝用碳素、炼钢石墨电极等方面。

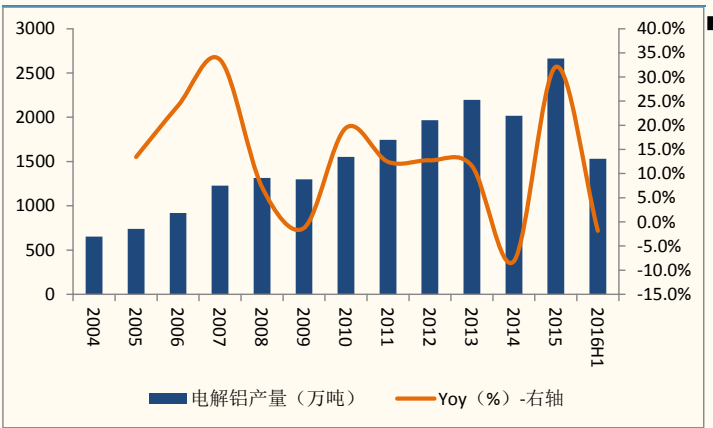
图表 30: 煤沥青下游需求结构



来源: CNKI, 国金证券研究所

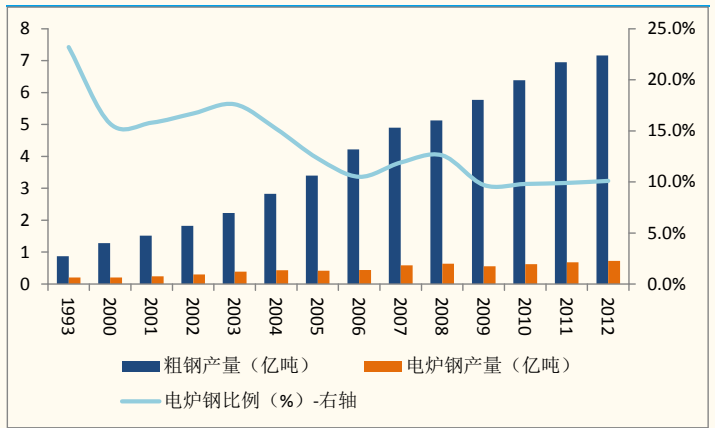
- 铝用碳素的主要用途是生产电解铝产业中的预焙阳极, 电解铝行业的景气度直接影响到煤沥青需求。电解铝行业近年来景气度有所下滑, 行业产量在 2014 年负增长后 2015 年呈现一定的反弹趋势。从 2016 上半年的情况来看, 产量仍有所放缓, 行业景气度或将重回低迷。此外煤沥青下游也有较大比重用于电炉炼钢, 这一工艺目前在国内处于被替代的趋势中, 未来市场将进一步萎缩。整体来看, 煤沥青下游需求将大概率延续萎缩趋势。

图表 31: 电解铝产量在 2015 年反弹后出现放缓



来源: CNKI, 国金证券研究所

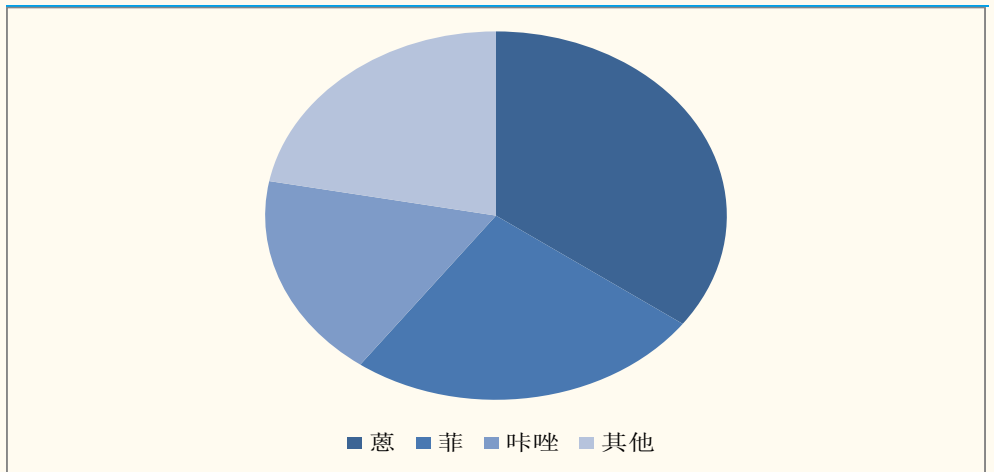
图表 32: 国内电炉钢比重持续下降



来源: Wind, 国金证券研究所

- 葱油是重要的炭黑原料油之一，也是目前各种重要医药中间体的重要原材料。我们认为葱油的需求更大程度上是依赖于炭黑景气度的波动，因为其下游的医药需求部分波动较为平稳，对产品整体需求影响预计会较小。

图表 33: 葱油馏分主要化合物构成



来源: CNKI, 国金证券研究所

- 萘类化合物是焦油精制的主要下游产品之一，主要用于生产工业萘。萘作为工业上最重要的稠环烃，具有极其广泛的适用范围，是合成树脂、增塑剂、染料、皮革、纤维、农药等领域。截止 2014 年，全球工业萘生产能力为 244 万吨，其中 97%来自于煤焦油，预计 2020 年全球产能价将达到 287 万吨。

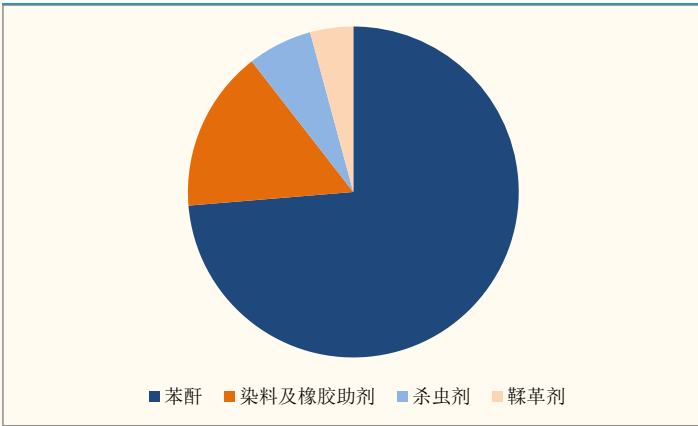
图表 34: 2014 年全球工业萘生产能力汇总

地区	生产能力 (万吨/年)	占总产能比重	焦油萘所占比重
北美	25	10.23%	88%
西欧	35	14.33%	76%
东欧	25.4	10.4%	98%
亚洲	157.5	64.47%	95%
其他	1.4	0.57%	86%
合计	244.3		

来源: 《煤焦油深加工技术》，国金证券研究所

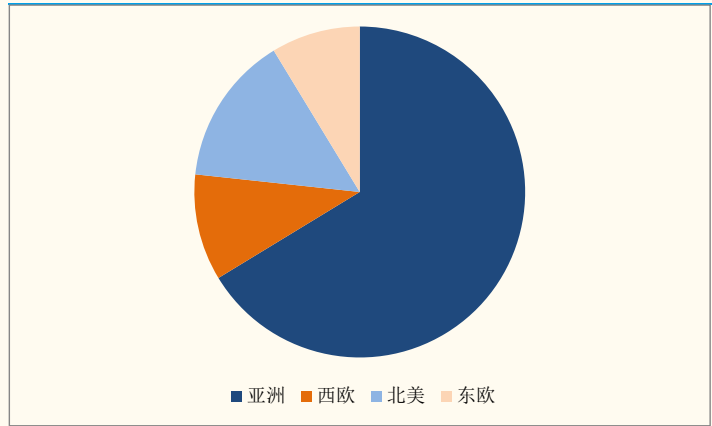
- 2014 年，全球工业萘消费 241.6 万吨，供需关系良好。预计 2020 年消费量将达到 282 万吨，年化增长率维持在 5%左右。

图表 35：海外工业萘下游需求以萘酐为主



来源：《煤焦油深加工技术》，国金证券研究所

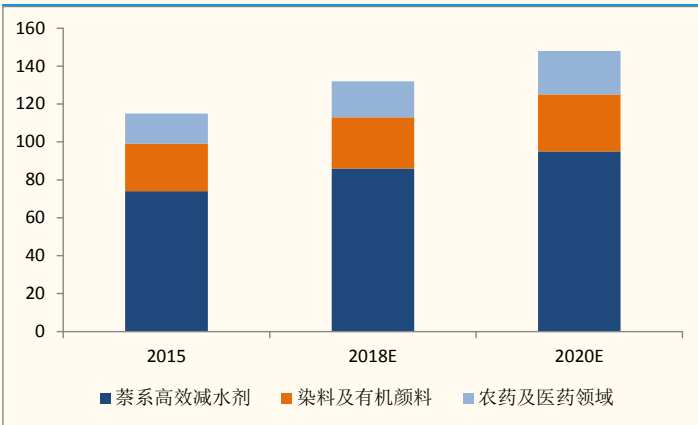
图表 36：亚洲是当前以及未来全球工业萘的主要消费地



来源：《煤焦油深加工技术》，国金证券研究所

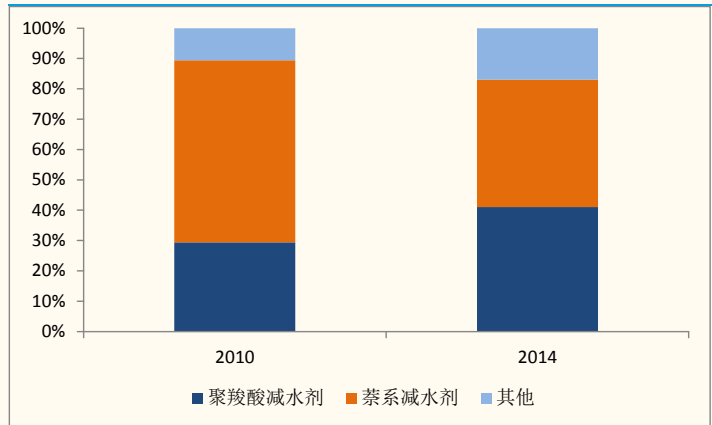
- 中国是目前工业萘的消费与生产大国。截止 2014 年底，中国工业萘生产能力 103 万吨，预计 2020 年达到 127 万吨。中国工业萘基本来自于煤焦油，多为冶金系统的焦化厂进行工业萘生产，总生产厂商预计有 70 余家，行业集中度并不高。
- 中国的工业萘下游需求结构与海外不同，主要是集中于萘系高效减水剂。作为极其重要的水泥添加剂，萘系减水剂占到水泥添加剂总量的 40% 左右。但是我们认为未来水泥对于工业萘的需求大概率将放缓：其一，国内水泥产量增速下滑，总需求维持稳定；其二，新型减水剂的替代提速。

图表 37：萘系减水剂仍将是工业萘的主要下游需求...



来源：《煤焦油深加工技术》，国金证券研究所

图表 38：...但聚羧酸减水剂比重呈现上升趋势



来源：CNKI，国金证券研究所

- 洗油作为焦油蒸馏的重要馏分之一，是一种非常复杂的混合物。下游包含萘、吲哚、芴、联苯等宝贵的化合物。目前国内洗油加工技术较为单一，加工能力也远未达到生产了的要求，造成一定程度的浪费。
- 我们通过对煤焦油下游需求的逐一分析，基本可以得出结论：煤焦油需求未来大概率将呈现放缓甚至下滑的趋势。传统需求煤沥青、蒽油、工业萘等下游子行业的景气度下滑是导致这一结果的主要因素，同时国内深加工工艺深度有待挖掘，新的需求增长点仍需等待。

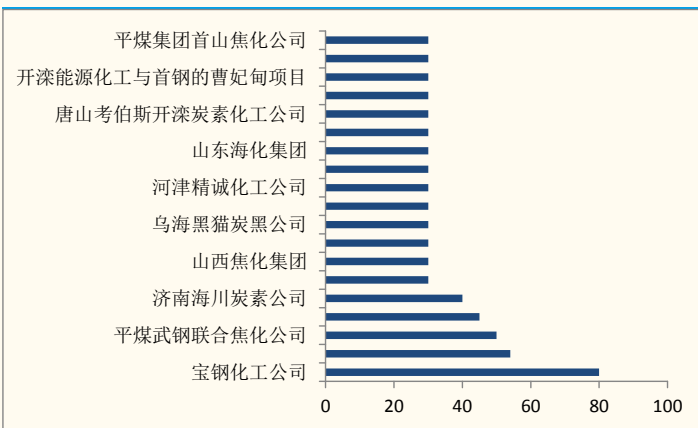
图表 39: 煤焦油下游主要需求判断汇总

	煤沥青	蒽油	萘类化合物	洗油等
下游结构	电解铝、电炉炼钢、特种碳素等	炭黑原料油、医药中间体	减水剂、染料中间体、医药农药中间体	各类中间体
未来判断	电解铝行业景气度维持低迷、产量放缓或下滑 电炉炼钢比重持续降低 特种碳素维持平稳 总需求: 向下	医药中间体维持平稳增长 总需求: 持平	水泥产量有下滑趋势 聚羧酸减水剂替代加速 中间体维持稳定增长 总需求: 向下	国内工艺尚不成熟, 行业仍将维持低速运行 总需求: 持平或向下

来源: 国金证券研究所

- 从煤焦油供给端来考虑的话, 行业主要面临的是供需错配与深加工行业的结构单一化。由于钢铁等相关行业的高速发展, 近几年国内高温煤焦油的产量稳定在 2000 万吨, 中低温煤焦油的产量也基本维持在 2000 万吨的水平上。各品类煤焦油均呈现不同程度的供给过剩。
- 与此同时, 国内煤焦油深加工仍以高温煤焦油加工为主, 对于中低温煤焦油深加工的发展严重滞后。仅考虑高温煤焦油深加工领域, 国内目前主要厂商集中于大型的焦化或钢铁集团, 但小型加工企业规模并不低, 导致行业的集中度始终维持在较低水平。
- 截止 2015 年, 国内规模在 20 万吨以上的加工企业有 40 余家, 加工能力超过 1100 万吨, 小型煤焦油加工能力合计在 600 万吨左右。此外筹建和在建的加工企业有 10 家, 合计产能 300 多万吨, 如果再考虑到拟建的 400 万吨的产能, 未来三年国内煤焦油加工能力将达到 2300 万吨。考虑到目前 2000 万吨左右的产量水平, 深加工的产能过剩也将到来。

图表 40: 国内主要高温煤焦油深加工企业生产能力



来源: CNKI, 国金证券研究所

图表 41: 未来主要高温煤焦油加工扩产计划 (在建)

项目名称	产能 (万吨)
山东杰富意振兴化工公司	20
山西宏特煤化工	70
山西焦化集团	30
鞍钢实业化工	60
武汉平煤武钢联合焦化公司	50
济南海川炭素公司	40
河南诚宇焦化	30
沙桐泰兴化学公司	30
平煤集团首山焦化公司	30
河北旺佰欣化工公司	30

来源: 《煤焦油深加工技术》, 国金证券研究所

- 此外, 国内的中低温煤焦油加工项目接近 10 套, 总产能在 80 万吨左右, 未来赤峰国能化工在建年产 45 万吨焦油加氢项目, 预计全国中低温煤焦油深加工能力将达到 120 万吨水平, 仍远低于焦油的产量水平。我们认为未来国内煤焦油深加工将沿着以下四大领域为主要发展方向:

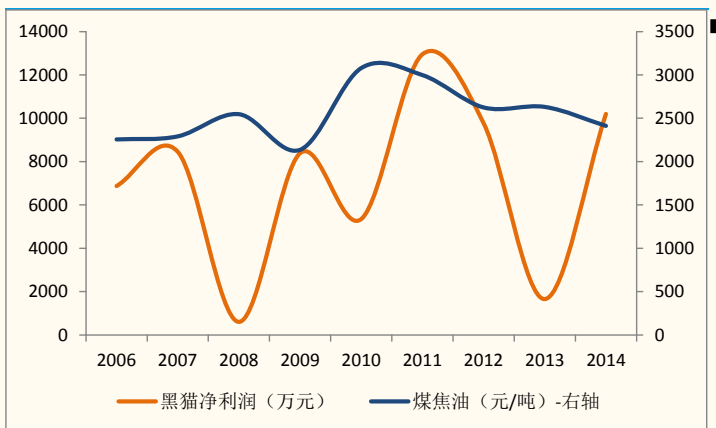
图表 42：未来国内煤焦油深加工主要发展方向

发展路径描述	行业参考系
装置大型化，加工集中化	德国 Ruetgers 公司焦油处理能力达到 150 万吨，可以生产 500 多种芳烃产品，焦油的化工利用率接近 60%，位居全球第一。
全方位多品种开发	德国 Ruetgers 公司从焦油中分离、配置的产品达到 220 余种。其中萘油 4 个级别、树脂有 5 个级别、蒽油 7 个级别、沥青粘结剂及浸渍料有 20 个级别，可根据市场需求，灵活改变参数生产不同产品。
向下游精细化工方面延伸	日本住友金属工业株式会社进队焦油中纯化合物进行提取、延伸的产品多达 180 余种，其中酚类衍生物 21 种，喹啉及其衍生物有 32 种，萘衍生物 60 种。
降低能耗 提高生产效率	新型蓄热式一段燃烧管式加热炉技术

来源：《煤焦油深加工技术》，国金证券研究所

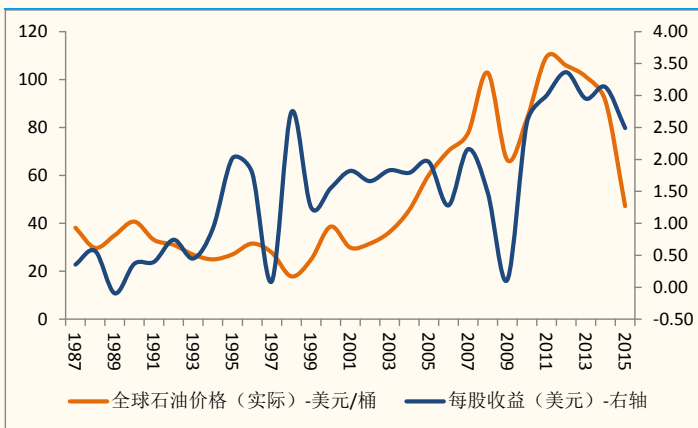
- 煤焦油行业整体产能过剩的态势暂时无法缓解。未来三年深加工产能达到 2300 万吨，接近几年来 59% 的平均开工率计算，需求煤焦油 1150 万吨；炭黑产量未来三年将维持在 500 万吨左右，考虑 1.5 左右的单耗，消费煤焦油 750 万吨左右；其他燃料油等行业消费 50 万吨，未来三年煤焦油需求为 1900 万吨以上。若考虑未来三年的焦炭产量，煤焦油产量仍将维持在 2000 万吨以上，供大于求的格局基本不会改变。
- 原油不同的定价体系决定了国内与海外炭黑的盈利有不同产品所决定。国内企业盈利可简单由炭黑-煤焦油价差所决定，企业净利润与煤焦油呈现一定程度负相关；海外企业盈利水平基本可以由原油价格所决定，油价的波动决定了行业基本面的涨落。

图表 43：国内炭黑企业盈利与煤焦油呈一定程度负相关



来源：Wind，百川资讯，《橡胶工业年鉴》，国金证券研究所

图表 44：卡博特盈利能力与油价相关性较大



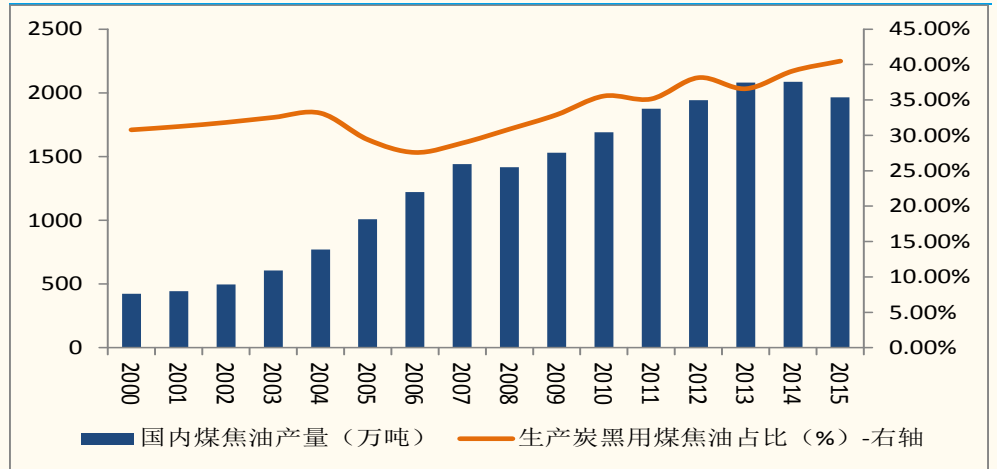
来源：EIA，Bloomberg，国金证券研究所

- 我们认为未来煤焦油行业仍将处于行业景气度低迷运行的态势。一方面是行业下游主要消费领域需求呈现逐步缩减的态势，且短期不会有所好转；另一方面是上游即使考虑到未来的深加工扩产规划，总体煤焦油供给仍是非常过剩的。国内煤焦油价格下降将使国内炭黑企业重新恢复全球的竞争优势。
- 我们认为未来煤焦油与 FCC 澄清油的价值回归将使国内炭黑企业竞争能力恢复到之前水平。2015 年下半年以及 2016 年一季度的出口萎缩和海内外炭黑价格倒挂现象有望扭转。

国内炭黑行业经历野蛮生长之后回归理性

- 在全球产能转移大潮以及国内焦化企业蓬勃发展的背景下，国内炭黑企业迎来野蛮生长期。2000-2015年，国内炭黑产量年复合增速为13%，远超全球同时期3%的增速水平。

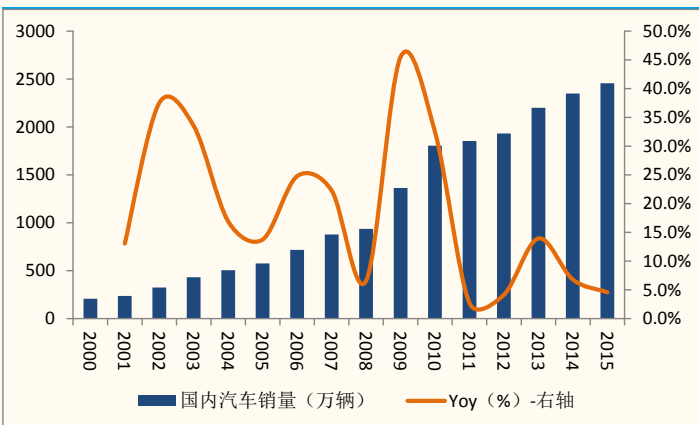
图表 45：国内煤焦油产量的持续提升为国内炭黑企业发展提供强力支撑



来源：Wind，《橡胶工业年鉴》，国金证券研究所（煤焦油产量根据焦炭产量进行估算得出）

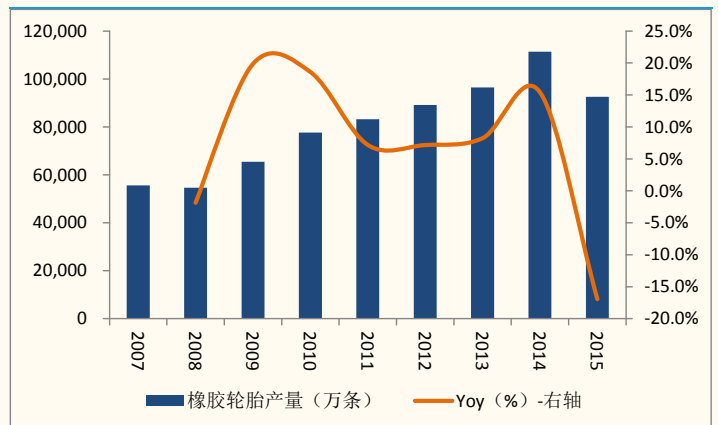
- 下游汽车行业所拉动的轮胎等需求提升是上一轮炭黑行业野蛮生长的主要引擎。随着国内市场趋于饱和，海外轮胎市场面临贸易摩擦等原因。下游各领域的需求放缓将拉动炭黑行业逐步回归地平线，逐渐回到理性运行的区间。

图表 46：国内汽车销量增速已显著下滑



来源：Wind，国金证券研究所

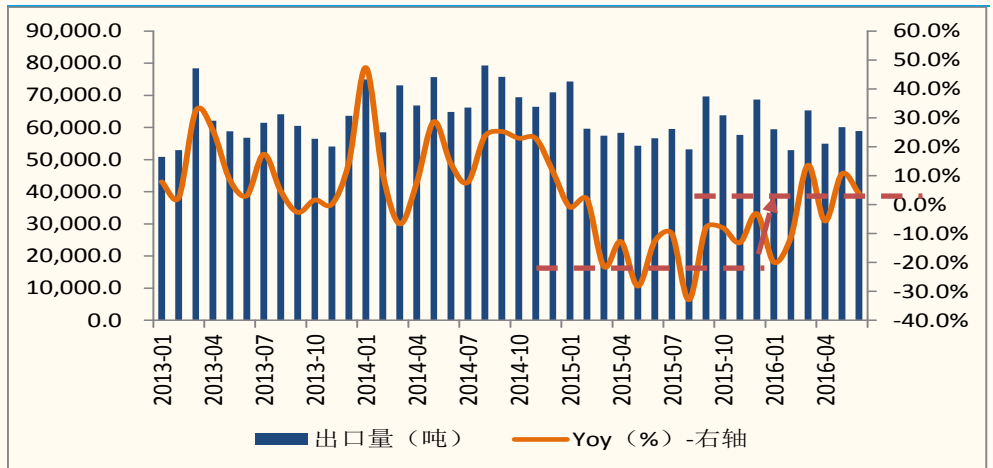
图表 47：2015 年国内轮胎产量出现较大幅度负增长



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为未来几年国内炭黑行业扩张速度将显著放缓，行业发展回归理性，行业供给侧有望迎来边际改善。2016年除去47万吨的预计新增产能外，根据我们的草根调研，山西宏特与云南曲靖的炭黑装置已经退出市场，今年实际有效新增产能20万吨，连续两年行业产能增速维持在3%的低位。另外根据橡胶行业相关计划纲要，未来国内对于环保未达标的5万吨以下产能将继续维持关停的趋势，行业供给侧有望得带进一步改善。
- 我们认为供给端边际改善的同时需求端也呈现出边际改善的趋势，伴随海外油价逐步企稳回升，炭黑出口呈现复苏态势，有望成为未来需求端的边际改善量。

图表 48：国内炭黑出口量逐步走出低谷 呈现出环比改善趋势



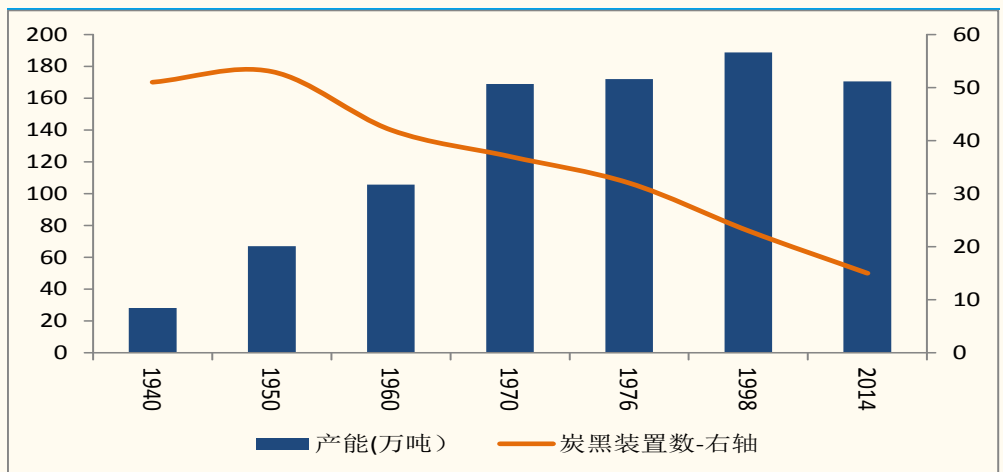
来源：Wind，国金证券研究所

- 考虑国内煤焦油市场将维持产能过剩的宽松局面，炭黑企业的盈利能力有望得到恢复。同时供给侧与需求端同时出现的边际改善也将促进炭黑行业恢复良性运转，并有望迎来行业运行拐点。
- 我们认为国内炭黑行业的未来发展主要依靠三大方向：
 - 第一：产能规模持续优化将提升产业链上的议价能力。
 - 第二：高端炭黑产品的推出替代进口产品。
 - 第三：环保约束的持续提升进一步倒逼生产工艺的改进。

产能规模持续优化将提升炭黑企业在产业链中的议价能力

- 炭黑行业产能规模的持续提升是行业发展史的最重要的演进路径。美国的炭黑产业发展历程就是不断整合、不断提升产能规模的历史进程，美国在60年代产能达到峰值后，生产厂商与产能装置逐步减少。

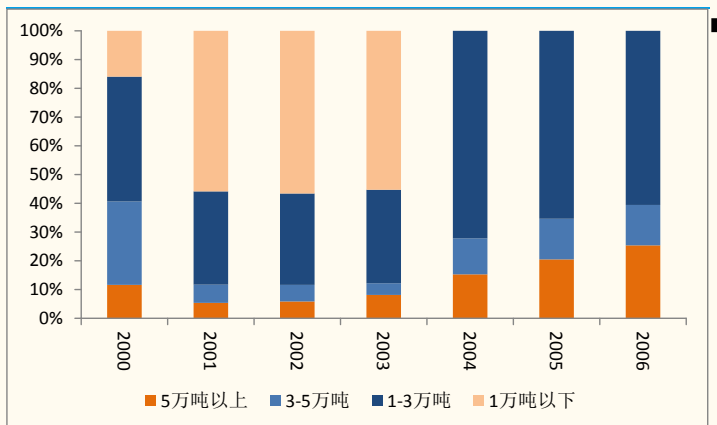
图表 49：美国炭黑产能提升的同时总装置数在持续下降



来源：USGS, Notch, EIA, 国金证券研究所

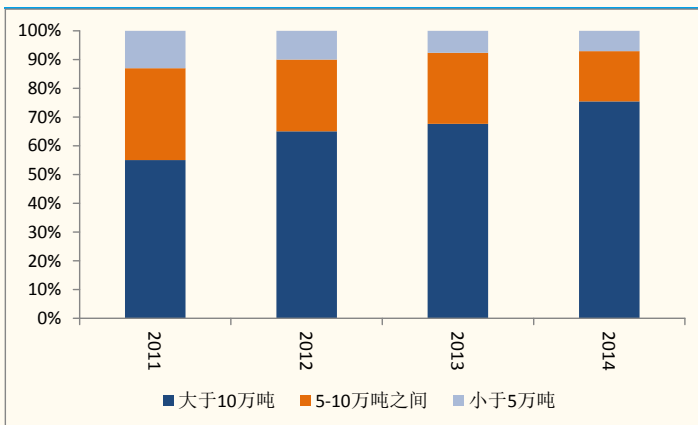
- 中国的炭黑产能同样也经历了规模逐步提升的演进历程。橡胶工业协会在2005年起不在统计小于1万吨的产能，并逐步进行淘汰。到2010年后，对于小于3万吨以下的炭黑产能开始不在进行统计。行业整体装置规模的持续提升是行业协会统计口径改变的主要原因。

图表 50: 国内早期炭黑产能规模提升过程



来源:《橡胶工业年鉴》, 国金证券研究所

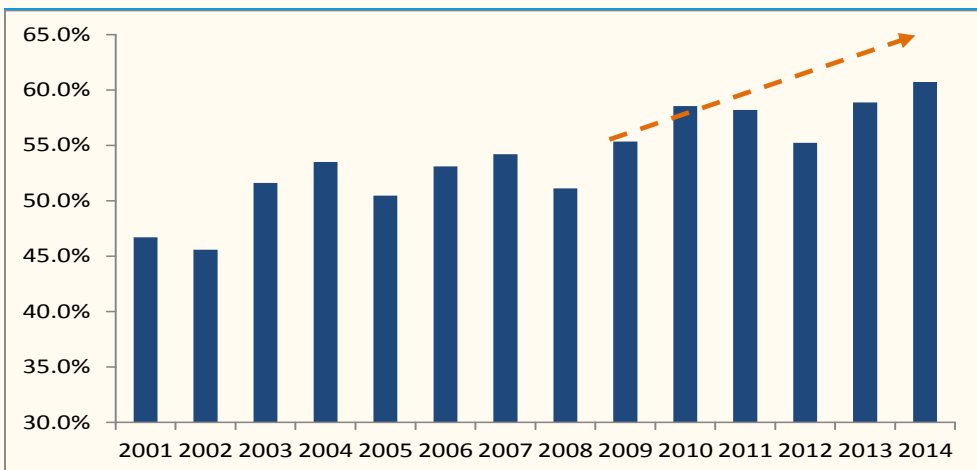
图表 51: 近年来国内炭黑产能规模进一步提升



来源:《橡胶工业年鉴》, 国金证券研究所

- 伴随着行业装置平均规模的持续提升, 带来行业集中度的持续提升。行业 CR10 在近几年来持续上升, 我们认为在行业未来几年发展回归理性的前提下, 新进入者将逐步减少, 主要市场参与者的市场布局也已基本完成。未来行业集中度有望得到进一步的提升。

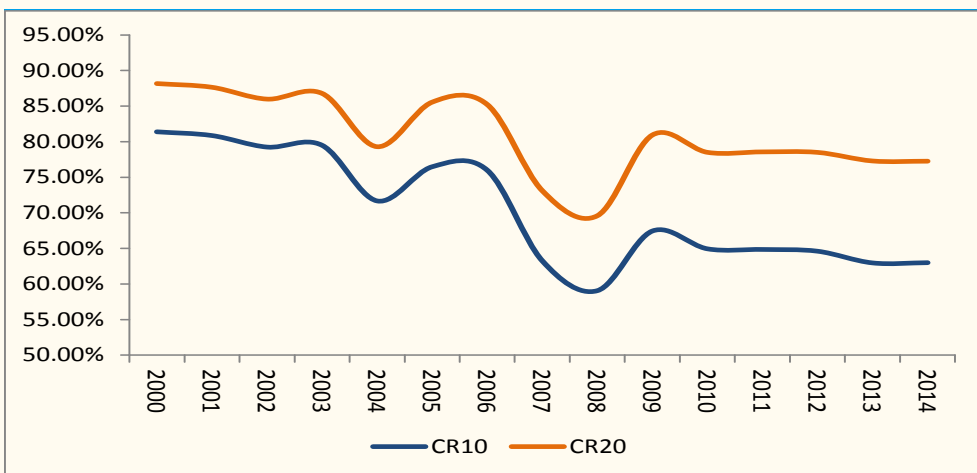
图表 52: 炭黑行业 CR10 近年来持续提升



来源:《橡胶工业年鉴》, 国金证券研究所 (按全行业产量前十进行测算)

- 由于炭黑上下游产业链的集中度仍呈现下降趋势中, 炭黑在其产业链中的地位显著提升。中国的轮胎行业在 2005 年后迅速崛起, 这一崛起过程重构了全球的轮胎行业。全球轮胎行业的总体集中度在出现离散的趋势。

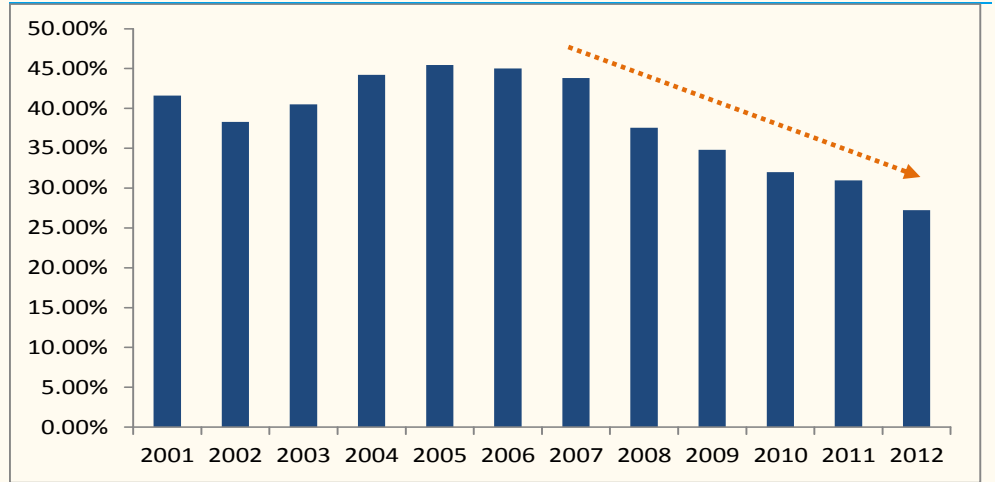
图表 53: 全球轮胎市场集中度呈现下降趋势 CR10 的下降幅度高于 CR20



来源：Tire Business, 国金证券研究所

- 在全球轮胎行业集中度由于国内轮胎企业的大量涌入出现下降趋势的同时，国内轮胎行业集中度也呈现持续下降的通道之中。

图表 54：国内轮胎行业集中度持续下降



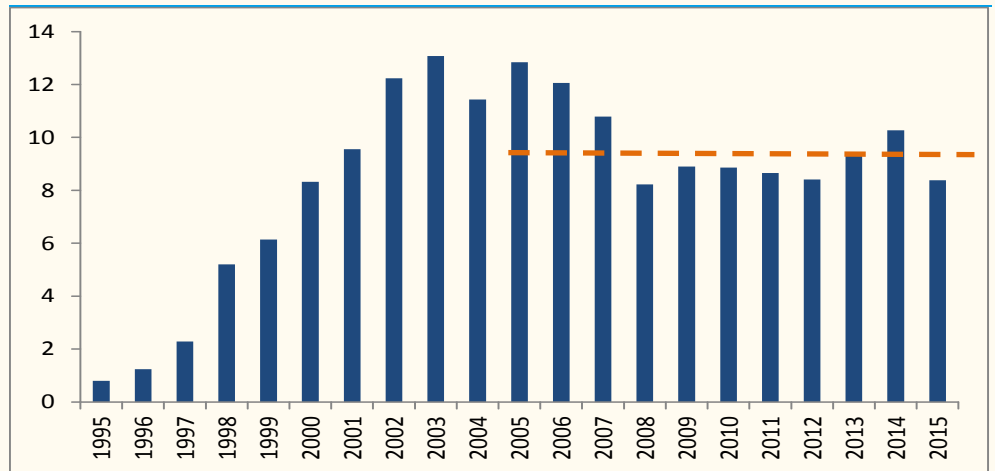
来源：《橡胶工业年鉴》，国金证券研究所

- 轮胎行业集中度持续下降，再考虑到我们之前讨论到的目前国内煤焦油行业仍处于较低的集中度水平之中，炭黑行业的产业链低位有望得到巩固与加强。我们认为炭黑企业在未来行业中的议价能力有望得到稳步提升。

国内高级炭黑仍有极大的市场空间

- 国内炭黑行业仍处于低端产能过剩、高端产品不足的局面。造成这一格局的原因主要有三：
 - 第一：国内外原料油的差异导致某些高端产品缺乏适合的原材料。
 - 第二：作为后发进入者的国内炭黑厂商与海外巨头仍有技术差距。
 - 第三：国内的高端炭黑市场仍有待进一步拓展。

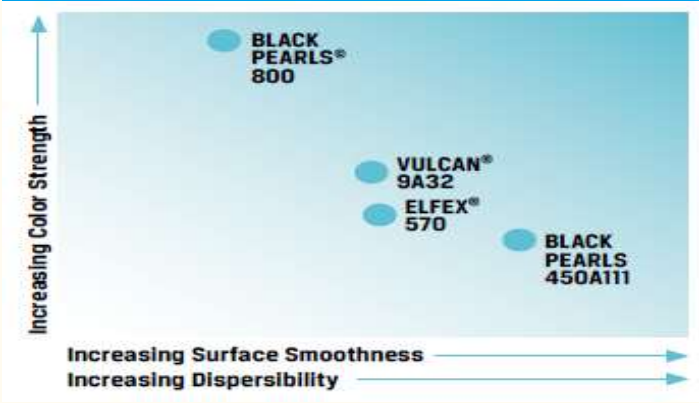
图表 55：国内炭黑进口量维持在稳定水平之上（万吨）



来源：Wind, 国金证券研究所

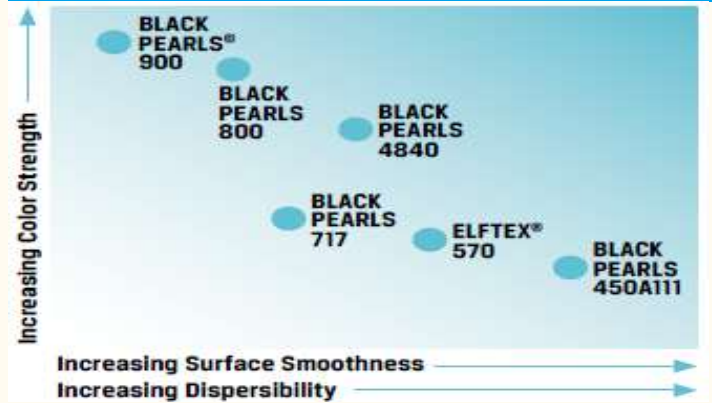
- 通过与海外的炭黑巨头卡博特进行对比我们发现，他的特种炭黑产品确实拥有更好的产品性质从而能够获得更高的附加值。我们选取了它的VULCAN系列产品、ELFTEX系列产品与BLACK PEARLS系列产品来进行参数比对。

图表 56: 卡博特特种炭黑在消费品上的色彩表现



来源: 卡博特特种炭黑使用手册, 国金证券研究所

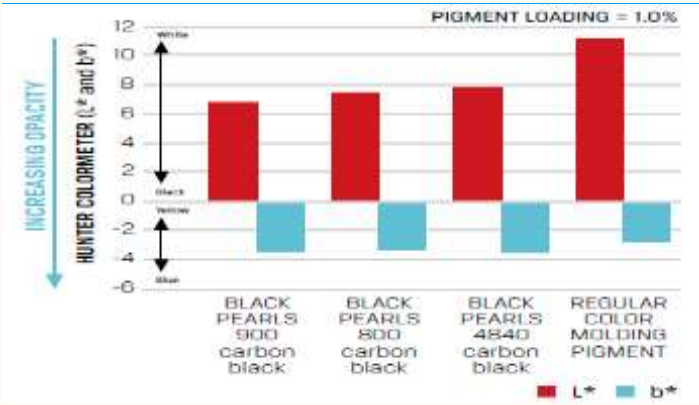
图表 57: 卡博特特种炭黑在工业品上的色彩表现



来源: 卡博特特种炭黑使用手册, 国金证券研究所

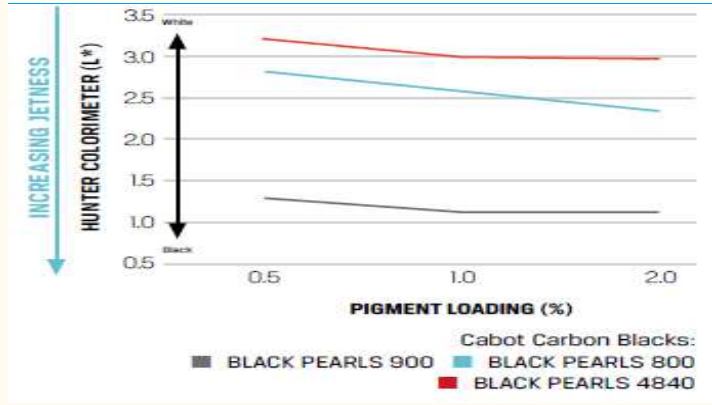
- BLACK PEARLS 系列产品在色彩表现上面要优于其他系列的普通产品。此外, 该系列产品在不同塑料的表现仍极为出色。主要表现为更深的颜色以及稳定的着色质量。

图表 58: 在 ABS 塑料上的色彩表现



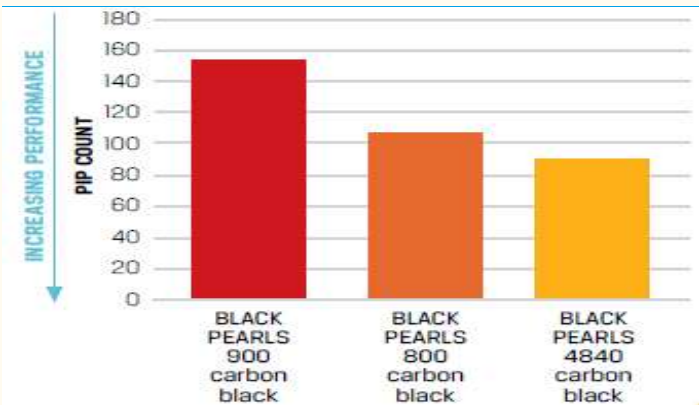
来源: 卡博特特种炭黑使用手册, 国金证券研究所

图表 59: 在聚酰胺 6 工程塑料上的色彩表现



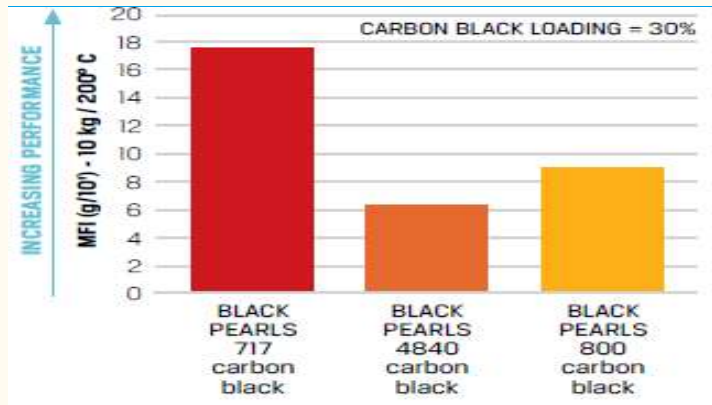
来源: 卡博特特种炭黑使用手册, 国金证券研究所

图表 60: 特种炭黑在 ABS 塑料表面的表现力



来源: 卡博特特种炭黑使用手册, 国金证券研究所

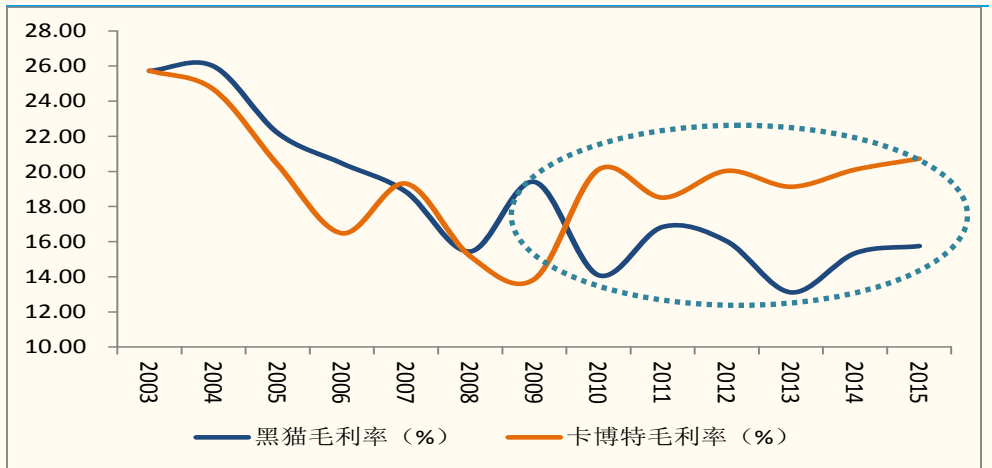
图表 61: 特种炭黑在 PS 塑料上的溶解流指数



来源: 卡博特特种炭黑使用手册, 国金证券研究所

- 我们认为在塑料、油墨、颜料等领域的特种炭黑是国内炭黑企业未来发展的主要方向。其更高的盈利能力、稳定的客户体系都将为企业带来更高的盈利空间。产品品种的档次提升将能够极大的提升企业盈利能力。

图表 62：近年来卡博特的综合毛利率水平始终高于黑猫的毛利率水平



来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

- 我们认为国内炭黑企业将遵循着产品升级这一路径继续发展，对标海外龙头公司的发展路径与产品序列，我们继续看好国内高端炭黑的进口替代进程。

环保约束的持续提升有望进一步优化行业格局

- 正如我们在报告的第一部分所述，环保是促发炭黑行业生产工艺持续改进的主要动力。我们认为这一动力仍将在未来对行业产生正向的促进作用，并持续不断的优化行业格局。这一环保约束是全球范围内的，不仅限于国内，欧美等国对于炭黑产业的环保指标也是在不断加强的。

图表 63：美国环保署对于炭黑生产有关排放标准的规定

化学物质	工艺流程出口气体	
	千克/毫克	磅/吨
二硫化碳	30	60
硫化羰	10	20
甲烷	25	50
非甲烷 VOC		
乙炔	45	90
乙烷	0	0
乙烯	1.6	3.2
丙烯	0	0
丙烷	0.23	0.46
异丁烷	0.1	0.2
正丁烷	0.27	0.54
正戊烷	0	0
聚甲醛	0.002	0.004
微量元素	<0.25	<0.50

来源：EPA, 国金证券研究所

- 近年来国内的环保管控也逐步加强，对于炭黑落后产能的淘汰也在稳步推进当中。我们认为未来炭黑行业发展仍将遵循着较强的环保约束这一框架下，并将持续对未来行业格局做出进一步的优化。
- 我们认为遵循以上三条主线，炭黑行业有望迎来拐点。原因有以下四点：
 第一：成本端产能过剩状态短期不会改变，将进一步压制炭黑原料油价格提升；国内供给端开始呈现边际改善的趋势，原油价格企稳回升海外出口存在边际改善空间。

第二：炭黑行业的集中度持续提升，导致其产业链地位得到巩固与加强。炭黑企业的议价能力有望进一步提升。

第三：国内高端炭黑存在极大的进口替代空间。

第四：环保趋紧仍是未来行业发展的大趋势，行业存在进一步结构优化的空间。

投资建议与盈利预测

- 公司拥有各类炭黑产品合计 106 万吨，产能布局全国八个省市。公司同时拥有 100 万余吨的煤焦油深加工产能，同时在青岛开设研发中心积极开拓新产品的研发工作。公司拥有强大的上游原材料资源以及下游客户群，在国内以及全球市场具有极强的竞争优势。2016 年上半年公司累计生产炭黑 50.9 万吨，销售 50.5 万吨，实现开工率 95%，产销率 99.25%。
- 公司将充分受益于炭黑行业的景气度回升。短期来看，公司业绩将受益于炭黑产品的价差修复并迎来业绩拐点。三季度煤焦油由于需求的持续低迷以及供给端有所恢复，价格出现较大幅度回调；同时，炭黑价格小幅度提价。黑猫股份于 8 月 19 日发布半年报并公布前三季度业绩预告，公司 1-9 月份归属上市公司股东净利润预计为 1670 万元，考虑到今年上半年归属上市公司净利润为-5711 万元，公司三季度业绩迎来拐点得到验证。我们认为公司未来单季度利润将维持环比改善的趋势，短中长期充分受益于炭黑行业的景气度提升。
- 从中长期来看，公司投资逻辑将遵循三条主线，即：产业链中议价能力的提升；高盈利能力产品升级；环保约束下的行业结构优化。

图表 64：公司分业务盈利预测表

	2016E	2017E	2018E
炭黑	4,600.00	4,700.00	5,040.00
毛利率 (%)	16.20%	16.27%	16.30%
煤焦油精制	80.00	90.00	100.00
毛利率 (%)	8.00%	10.00%	11.00%
白炭黑	64.00	65.00	66.00
毛利率 (%)	2.00%	3.00%	4.00%

来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为公司在短中长期都将充分受益于炭黑行业的景气度改善，并具有极高的业绩弹性。假设公司全年开工率维持在 90% 左右的水平，炭黑-煤焦油价差每扩大 100 元，公司 EPS 增厚 0.13 元。我们预计 16-18 年公司摊薄每股收益为 0.059、0.077、0.11 元。对公司首次覆盖，给予增持评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	5,987	6,168	4,775	4,744	4,855	5,206	货币资金	673	702	510	900	967	967
增长率		3.0%	-22.6%	-0.6%	2.3%	7.2%	应收款项	2,210	1,692	1,846	2,033	1,965	1,984
主营业务成本	-5,202	-5,222	-4,023	-3,991	-4,054	-4,320	存货	763	771	517	744	733	758
%销售收入	86.9%	84.7%	84.3%	84.1%	83.5%	83.0%	其他流动资产	166	161	102	62	59	58
毛利	785	946	752	753	801	886	流动资产	3,812	3,325	2,973	3,738	3,724	3,767
%销售收入	13.1%	15.3%	15.7%	15.9%	16.5%	17.0%	%总资产	55.0%	49.0%	47.0%	48.9%	50.1%	47.8%
营业税金及附加	-13	-16	-20	-19	-20	-22	长期投资	22	16	11	12	11	11
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,857	3,189	3,077	3,730	3,555	3,966
营业费用	-377	-398	-332	-321	-320	-354	%总资产	41.2%	47.0%	48.7%	48.8%	47.8%	50.4%
%销售收入	6.3%	6.5%	6.9%	6.8%	6.6%	6.8%	无形资产	151	160	177	157	141	128
管理费用	-145	-163	-174	-166	-170	-190	非流动资产	3,116	3,461	3,347	3,901	3,710	4,107
%销售收入	2.4%	2.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.7%	%总资产	45.0%	51.0%	53.0%	51.1%	49.9%	52.2%
息税前利润 (EBIT)	249	368	226	247	290	320	资产总计	6,929	6,786	6,320	7,639	7,434	7,874
%销售收入	4.2%	6.0%	4.7%	5.2%	6.0%	6.1%	短期借款	3,336	2,696	2,853	3,860	3,642	3,985
财务费用	-211	-220	-163	-218	-247	-251	应付款项	1,469	1,835	950	1,339	1,309	1,341
%销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	4.6%	5.1%	4.8%	其他流动负债	-18	61	50	42	40	41
资产减值损失	-19	-38	-39	0	0	0	流动负债	4,787	4,591	3,853	5,241	4,992	5,366
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	681	604	292	292	292	293
投资收益	0	-6	-5	-2	-2	-2	其他长期负债	63	92	101	0	0	0
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	5,532	5,288	4,246	5,533	5,284	5,660
营业利润	19	105	19	27	41	67	普通股股东权益	1,286	1,382	1,954	1,983	2,024	2,085
营业利润率	0.3%	1.7%	0.4%	0.6%	0.8%	1.3%	少数股东权益	111	116	120	123	126	129
营业外收支	21	23	29	23	24	25	负债股东权益合计	6,929	6,786	6,320	7,639	7,434	7,874
税前利润	40	127	48	50	65	92	比率分析						
利润率	0.7%	2.1%	1.0%	1.1%	1.3%	1.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-23	-25	-28	-11	-15	-22	每股指标						
所得税率	58.3%	20.0%	58.1%	22.0%	23.0%	24.0%	每股收益	0.054	0.201	0.028	0.059	0.077	0.110
净利润	17	102	20	39	50	70	每股净资产	2.680	2.881	3.219	3.267	3.335	3.435
少数股东损益	-9	5	3	3	3	3	每股经营现金净流	-1.377	3.106	-0.507	0.904	1.062	1.021
归属于母公司的净利润	26	97	17	36	47	67	每股股利	0.040	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
净利率	0.4%	1.6%	0.4%	0.8%	1.0%	1.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.00%	6.99%	0.87%	1.82%	2.32%	3.20%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.37%	1.42%	0.27%	0.47%	0.63%	0.85%
净利润	17	102	20	39	50	70	投入资本收益率	1.92%	6.14%	1.82%	3.07%	3.67%	3.74%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	217	276	301	277	300	313	主营业务收入增长率	28.61%	3.02%	-22.59%	-0.64%	2.34%	7.23%
非经营收益	202	191	180	230	245	248	EBIT 增长率	-7.35%	48.08%	-38.57%	9.05%	17.67%	10.12%
营运资金变动	-1,096	920	-809	2	50	-11	净利润增长率	-75.06%	275.50%	-82.47%	113.03%	30.19%	42.21%
经营活动现金净流	-661	1,490	-308	549	645	620	总资产增长率	34.82%	-2.05%	-6.87%	20.88%	-2.69%	5.91%
资本开支	-680	-565	-107	-828	-85	-685	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	63.5	67.2	73.2	90.0	85.0	80.0
其他	0	33	13	-2	-2	-2	存货周转天数	51.0	53.6	58.4	68.0	66.0	64.0
投资活动现金净流	-680	-532	-94	-831	-87	-687	应付账款周转天数	53.9	53.6	58.7	53.0	52.0	51.0
股权募资	0	0	590	0	0	0	固定资产周转天数	152.0	166.8	222.4	266.3	232.1	231.2
债权募资	1,874	-718	-154	906	-218	344	偿债能力						
其他	-371	-87	-231	-233	-273	-277	净负债/股东权益	239.45%	173.35%	127.14%	154.44%	138.02%	149.58%
筹资活动现金净流	1,503	-805	205	673	-491	67	EBIT 利息保障倍数	1.2	1.7	1.4	1.1	1.2	1.3
现金净流量	162	153	-197	390	67	0	资产负债率	79.84%	77.92%	67.19%	72.43%	71.08%	71.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD