

## 黑猫股份(002068)/橡胶

## 从炭黑龙头到新型碳材料公司

**评级：买入(维持)**

市场价格：12.11

目标价格：16

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

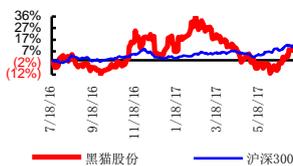
分析师：罗雅婷

执业证书编号：S0740517030002

Email: luoyt@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	727
流通股本(百万股)	607
市价(元)	12.11
市值(百万元)	8,805
流通市值(百万元)	7,350

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 黑猫股份：中报业绩大幅增长，继续看好供给侧改革下炭黑景气持续改善
- 2 2016Q3 单季归母净利润创历史新高

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4774.7	4381.1	5695.4	6834.5	8201.4
增长率 yoy%	-22.6%	-8.2%	30.0%	20.0%	20.0%
净利润	16.9%	94.1	511.4	609.4	699.4
增长率 yoy%	-82.5%	455.8%	443.2%	19.2%	14.8%
每股收益(元)	0.03	0.16	0.70	0.84	0.96
净资产收益率	0.9%	4.6%	19.7%	19.6%	18.9%
P/E	519.9	93.5	17.2	14.4	12.6
PEG	2.5	1.0	0.2	0.1	0.1
P/B	4.5	4.3	3.4	2.8	2.4

备注：

**投资要点**

- **事件：**公司公告拟由公司全资子公司青岛黑猫和新加坡黑猫共同出资 6188 万元设立全资孙公司青岛黑猫新材料研究院有限公司，经营范围包括以炭黑为主的纳米复合碳材料、单、多层石墨烯粉体、氧化石墨烯浆料、碳纳米管及相关复合材料的研发、生产及销售。同时由其投资 1.54 亿元新建“新材料研发及生产中试基地、国际合作技术创新中心项目”。
- **发展绿色轮胎大势所趋：**新的轮胎标签法要求轮胎更多的使用更具绿色环保的低滚阻性和高补强性的新型绿色材料，从而降低二氧化碳排放及汽车油耗，在国际资源危机和节能减排的呼声下大势所趋。目前国际上通行的方法是在轮胎中添加白炭黑来降低轮胎滚阻和生热，但是白炭黑并非炭黑，使用白炭黑的缺点在于一方面会改变现有轮胎的生产工艺，导致轮胎企业生产的不稳定性；其次需要添加非常多的添加剂，增加轮胎企业成本，因此白炭黑在推广上还存在一定困难。公司近年来一直致力于绿色炭黑新产品的研发，在现有炭黑产品上通过后端处理工艺获得新型高端轮胎填充原料，并取得了相应研究成果，公司本次拟建的中试装置是该类产品由中试走向批量的必经阶段，待中试完成后有利于公司开拓高端绿色轮胎填充材料市场，为将来大规模量产奠定基础，符合绿色轮胎发展趋势。
- **完善产业链布局，增加新的业绩增长点：**公司目前已经形成了以炭黑产品主导、焦油深加工和白炭黑为两翼的综合性焦油深加工企业。公司作为炭黑龙头企业在规模、装置、采购、环保优势明显，面对上下游具备更强的议价能力，除了不断通过扩大现有规模、循环经济一体化、降低成本外，我们认为公司未来价值的提升，还体现在以下四个方面：1) 通过供给侧改革的契机，积极整合炭黑行业，提高市场占有率；2) 积极发展特种炭黑产品，炭黑目前 67% 用于橡胶类产品，而橡胶中 70% 用于汽车轮胎，相当于汽车轮胎目前只占炭黑需求的 50%，公司还有另外 50% 的市场正处于开放起步的阶段。公司通过乌海在建的 2 万吨/年特种炭黑项目，切入非橡胶特种炭黑领域。特种炭黑具有技术含量高、所需原料少、产品附加值高等优点，可广泛用于涂料、油墨、通信、电子、电缆、光缆、高能电池、感光材料、印染等领域，我们预计年内可以出产品。特种炭黑项目作为高端品种一吨售价在 15000~20000 元/吨，吨净利是普通品种的几倍，差异化的产品布局将提升公司未来产品的竞争力；3) 公司现有上游 100 万吨焦油深加工产能，未来将进一步围绕焦油深加工产业链条完善、丰富公司产品序列；4) 在现有炭黑产能的基础上进行新的技术革新，满足绿色轮胎的发展需求。我们认为，供给侧改革使得炭黑行业景气上升公司业绩显著改善，在此基础上公司通过发展积极进行行业整合、发展差异化产品、在现有产

品上进行技术革新、充分挖掘产业链上下游价值，从而弱化了自身的周期属性，综合竞争力将不断增强。

- **旺季来临，供应紧张下炭黑景气有望继续提升：**供给侧改革是炭黑行业景气显著改善的核心原因，近期在环保督查的影响下，山东、山西及河北等炭黑主产区面临非常严峻的限产，行业平均开工率仅5成左右，受影响的炭黑企业库存严重偏低，压低下月订单量。后续“2+26”还将持续影响炭黑行业供应，我们认为本轮炭黑行业的持续紧张有望一直持续到明年4月。需求方面，随着汽车保有量增加，下游轮胎需求稳定性越来越高，9月份之后下游需求有望恢复，根据卓创资讯，9月炭黑行业涨价800-1000元/吨，原料方面受到炭黑产能受限需求减少影响，炭黑主要原料煤焦油供应相对宽松，开工率降低价格高位回落，我们测算提价后黑猫的动态盈利已经扩大至900元/吨左右。旺季到来之后，随着供给侧进一步限产及库存的逐渐消化，供需矛盾升级下炭黑价格继续看涨。
- **增发完成彰显公司信心：**公司公告增发完成，此次公司共发行1.2亿股，发行价格5.74元/股，募集资金总额6.9亿元，发行对象基本为公司的控股股东和实际控制人，锁定期3年，这次增发主要用于偿还银行贷款，同时利用炭黑行业整合的机遇发展高附加值、高毛利率的产品，为公司未来的发展提供了强有力的资金支持。
- **盈利预测与估值：**我们认为炭黑行业持续的供给侧改革将中长期利好炭黑行业，公司作为行业龙头弹性大，根据我们测算，炭黑与煤焦油价差每扩大100元，将增厚黑猫7000万元净利润。考虑未来特种炭黑产能释放，未来公司常态利润在6个亿以上，给予18~20倍PE，长期看合理市值将达到108~120亿左右。我们预计公司17~19年的EPS分别为0.70、0.84和0.96元，维持买入评级，目标价16元，重点推荐！
- **风险提示：**下游需求大幅下滑的风险，炭黑行业环保执行不严的风险，竞争对手大幅扩产的风险，海外市场反倾销的风险

**图表：黑猫股份盈利预测**

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4,774.7</b>	<b>4,381.1</b>	<b>5,695.4</b>	<b>6,834.5</b>	<b>8,201.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,022.8	3,584.8	4,271.6	5,125.9	6,233.1	营业收入增长率	-22.6%	-8.2%	30.0%	20.0%	20.0%
营业税费	20.2	30.3	19.9	23.9	28.7	营业利润增长率	-81.8%	368.8%	747.5%	7.6%	14.8%
销售费用	331.8	314.7	296.2	444.2	574.1	净利润增长率	-82.5%	455.8%	443.2%	19.2%	14.8%
管理费用	173.6	185.0	199.3	273.4	287.0	EBITDA增长率	-21.2%	8.9%	146.3%	5.7%	9.5%
财务费用	163.0	124.6	153.3	154.5	146.0	EBIT增长率	-44.0%	17.4%	325.1%	6.5%	11.5%
资产减值损失	39.1	51.2	-	-	-	NOPLAT增长率	-70.7%	123.5%	300.0%	6.5%	11.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.7%	-3.8%	3.1%	6.1%	3.6%
投资和汇兑收益	-5.1	-1.3	-	-	-	净资产增长率	38.4%	5.7%	27.6%	18.5%	17.9%
<b>营业利润</b>	<b>19.0</b>	<b>89.1</b>	<b>755.2</b>	<b>812.6</b>	<b>932.5</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	29.1	39.2	-	-	-	毛利率	15.7%	18.2%	25.0%	25.0%	24.0%
<b>利润总额</b>	<b>48.1</b>	<b>128.3</b>	<b>755.2</b>	<b>812.6</b>	<b>932.5</b>	营业利润率	0.4%	2.0%	13.3%	11.9%	11.4%
减:所得税	27.9	26.0	188.8	203.1	233.1	净利润率	0.4%	2.1%	9.0%	8.9%	8.5%
<b>净利润</b>	<b>16.9</b>	<b>94.1</b>	<b>511.4</b>	<b>609.4</b>	<b>699.4</b>	EBITDA/营业收入	9.3%	11.0%	20.9%	18.4%	16.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	3.8%	4.9%	16.0%	14.2%	13.2%
货币资金	509.5	461.0	1,139.1	1,366.9	1,640.3	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	216	239	178	140	108
应收帐款	797.5	924.9	1,297.9	1,410.6	1,814.5	流动营业资本周转天数	83	113	92	98	101
应收票据	1,048.3	780.0	1,143.2	1,340.9	1,716.7	流动资产周转天数	237	240	231	252	253
预付帐款	44.8	69.6	93.0	83.6	133.4	应收帐款周转天数	73	71	70	71	71
存货	516.5	586.1	725.9	871.3	1,053.4	存货周转天数	49	45	41	42	42
其他流动资产	56.7	44.3	57.5	52.8	51.5	总资产周转天数	494	514	436	412	377
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	325	373	286	249	218
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	11.0	9.7	9.7	9.7	9.7	ROE	0.9%	4.6%	19.7%	19.6%	18.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	1.7%	7.4%	7.6%	7.7%
固定资产	2,909.7	2,896.1	2,743.5	2,559.5	2,356.1	ROIC	1.9%	3.7%	15.3%	15.8%	16.6%
在建工程	167.3	134.7	92.4	71.2	60.6	<b>费用率</b>					
无形资产	176.5	233.8	228.2	222.6	217.0	销售费用率	6.9%	7.2%	5.2%	6.5%	7.0%
其他非流动资产	82.0	39.3	72.9	63.6	56.7	管理费用率	3.6%	4.2%	3.5%	4.0%	3.5%
<b>资产总额</b>	<b>6,319.9</b>	<b>6,179.5</b>	<b>7,603.3</b>	<b>8,052.6</b>	<b>9,109.9</b>	财务费用率	3.4%	2.8%	2.7%	2.3%	1.8%
短期债务	2,590.8	2,464.4	2,617.8	2,741.4	2,595.3	三费/营业收入	14.0%	14.2%	11.4%	12.8%	12.3%
应付帐款	583.0	558.5	858.4	860.6	1,186.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	301.7	393.0	744.4	574.2	916.2	资产负债率	67.2%	64.5%	63.2%	58.8%	57.1%
其他流动负债	377.4	388.3	345.5	455.3	394.5	负债权益比	204.8%	181.9%	171.7%	142.8%	133.0%
长期借款	292.4	70.4	137.3	-	-	流动比率	0.77	0.75	0.98	1.11	1.26
其他非流动负债	101.1	112.4	101.9	105.1	106.5	速动比率	0.64	0.60	0.82	0.92	1.05
<b>负债总额</b>	<b>4,246.4</b>	<b>3,987.0</b>	<b>4,805.3</b>	<b>4,736.6</b>	<b>5,199.4</b>	利息保障倍数	1.12	1.72	5.93	6.26	7.39
少数股东权益	119.6	154.6	206.9	206.9	206.9	<b>分红指标</b>					
股本	607.1	607.1	727.1	727.1	727.1	DPS(元)	0.01	0.04	0.11	0.13	0.14
留存收益	1,346.4	1,429.4	1,864.1	2,382.1	2,976.5	分红比率	35.8%	32.2%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,073.5</b>	<b>2,192.4</b>	<b>2,798.0</b>	<b>3,316.0</b>	<b>3,910.5</b>	股息收益率	0.1%	0.3%	0.9%	1.0%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	20.1	102.3	511.4	609.4	699.4	EPS(元)	0.02	0.13	0.70	0.84	0.96
加:折旧和摊销	262.1	269.9	282.4	291.7	300.0	BVPS(元)	2.69	2.80	3.56	4.28	5.09
资产减值准备	39.1	51.2	-	-	-	PE(X)	519.9	93.5	17.2	14.4	12.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.3	3.4	2.8	2.4
财务费用	165.5	117.9	153.3	154.5	146.0	P/FCF	-11.5	-73.5	14.2	28.3	23.7
投资收益	5.1	1.3	-	-	-	P/S	1.8	2.0	1.5	1.3	1.1
少数股东损益	3.2	8.2	55.0	-	-	EV/EBITDA	18.0	15.5	9.1	8.4	7.4
营运资金的变动	-808.0	80.7	-377.8	-483.4	-389.0	CAGR(%)	211.6%	89.8%	77.1%	211.6%	89.8%
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>-307.7</b>	<b>489.8</b>	<b>624.3</b>	<b>572.2</b>	<b>756.4</b>	PEG	2.5	1.0	0.2	0.1	0.1
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-94.1</b>	<b>-75.5</b>	<b>-80.0</b>	<b>-80.0</b>	<b>-80.0</b>	ROIC/WACC	0.2	0.4	1.7	1.8	1.8
<b>融资活动产生现金流</b>	<b>210.6</b>	<b>-494.0</b>	<b>133.8</b>	<b>-264.4</b>	<b>-403.0</b>	REP	8.1	4.1	1.4	1.2	1.1

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。