

2019年11月05日

黑猫股份 (002068.SZ)

深度分析

伏击处于景气度底部、业绩即将反转的炭黑龙头

投资要点

- ◆ **公司是全球第三、国内第一的炭黑企业，计划 3-5 年内海外扩张 30-50% 产能：**公司主营是生产各类炭黑产品，主要用于汽车轮胎；客户涵盖海内外知名轮胎企业，包括普利司通、米其林、固特异、住友、横滨、韩泰、锦湖等，也是国内为数不多的全球供应商之一。现有产能 110 万吨，并保持满产状态；未来计划海外扩张 30-50% 产能，跟随轮胎企业出海。
- ◆ **炭黑行业处于景气度底部，一旦景气度上行，公司业绩弹性十足：**当前炭黑行业低迷已经持续 1 年多，作为行业龙头，公司也处于亏损状态，但业绩逐季好转。2019 年第三季度亏损 1000 多万元。如果炭黑与煤焦油价差在三季度情况下再扩大 100 元/吨以上，即可实现盈亏平衡。价差每增加 100 元对应业绩增加近 1 亿元，EPS 弹性为 0.1 元/股左右。2019 年前三季度业绩逐季大幅好转，业绩即将扭亏为盈。
- ◆ **精细化工将成为另一个增长极：**响水事件和安全环保高压，导致相关精细化工品供需失衡，价格持续走高。公司与安徽时联特种溶剂公司合作，联手对焦化厂和炭黑厂高浓度含酚废水进行处理，变废为宝，不仅实现了环保治理，而且还能够提纯得到酚系列的商品，从而实现良性循环；由于废水体量较大，必须处理，因此该项目具有非常高的投资价值。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司投资的精细化工业务在明年开始发力，可以补充公司完全依赖炭黑单一产品的不足。由于炭黑行业仍然处于低迷期，我们下调炭黑的盈利预期，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 -0.15、0.18、0.39 元/股，ROE 为 -3.4%、4.0%、8.2%。公司股价处于净资产附近，PB 处于历史低位，已经反应较坏预期，维持买入-B 建议。
- ◆ **风险提示：**炭黑价格大幅波动、煤焦油等原料价格大幅波动、公司业务结构单一、国际化经营风险、京津冀及周边产能潜在限产风险等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,947.3	7,893.0	6,213.6	6,373.4	6,645.2
同比增长(%)	58.6%	13.6%	-21.3%	2.6%	4.3%
营业利润(百万元)	566.6	476.0	-110.1	156.1	332.3
同比增长(%)	535.9%	-16.0%	-123.1%	-241.8%	112.9%
净利润(百万元)	480.8	401.2	-110.9	132.6	283.2
同比增长(%)	410.7%	-16.6%	-127.6%	-219.6%	113.5%
每股收益(元)	0.66	0.55	-0.15	0.18	0.39
PE	7.5	9.0	-32.7	27.4	12.8
PB	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

基础化工 | 其他化学原料 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2019-11-07)

4.21 元

交易数据

总市值(百万元)	3,060.94
流通市值(百万元)	2,555.44
总股本(百万股)	727.06
流通股本(百万股)	606.99
12 个月价格区间	4.23/7.89 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.55	-32.99	-53.85
绝对收益	-13.03	-21.36	-34.84

分析师

 谭志勇
 SAC 执业证书编号: S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20377198

分析师

 王洁婷
 SAC 执业证书编号: S0910517100001
 wangjieting@huajinsec.cn
 021-20377166

报告联系人

 陈南荣
 chennanrong@huajinsec.cn

相关报告

黑猫股份：炭黑行业景气度有望从底部开始反弹 2019-08-20

内容目录

一、	炭黑龙头企业，产能世界第三，跟随国内轮胎龙头出海.....	4
二、	国内外炭黑工艺的区别.....	6
三、	炭黑企业的成长空间-产业格局的变更.....	7
(一)	新旧产能替换，企业借机“走出去”.....	8
1、	龙头企业走出去，变困难为契机.....	8
1)	避开国内价格战，寻找海外增量.....	8
2)	轮胎厂在国外设厂，跟随客户出海，进行海外基地建设和扩张.....	9
3)	贸易摩擦不断，海外建厂避开贸易壁垒.....	10
4)	解决国内原料结构单一问题，降低成本扰动因素.....	11
2、	国外落后产能逐步淘汰，龙头企业借机巩固国际地位.....	11
(二)	成本增加，销量减少，小厂难以为继，行业集中度上升.....	12
四、	汽车行业触底回升，“金九银十”后销售有望回暖.....	13
五、	煤焦油价格回落，成本端可控，业绩逐季好转.....	15
(一)	煤焦油深加工下游不景气，需求不足.....	15
(二)	钢铁去产能但未去产量，煤焦油供应充足.....	16
(三)	煤焦油价格回落，公司业绩逐季好转.....	17
六、	投资精细化工进行环保治理，变废为宝.....	18
(一)	投资精细化工项目背景.....	18
(二)	“321”事件连锁反应，小厂关停，龙头趁机拓展市场.....	19
(三)	部分精细化工产品存在供需缺口.....	21
(四)	粗酚价格有望保持强势.....	23
(五)	业绩增长推动估值下降，估值处于历史低位.....	25
(六)	公司投资安徽时联，进行精细化工布局.....	26
七、	盈利预测与估值.....	28
八、	风险提示.....	30

图表目录

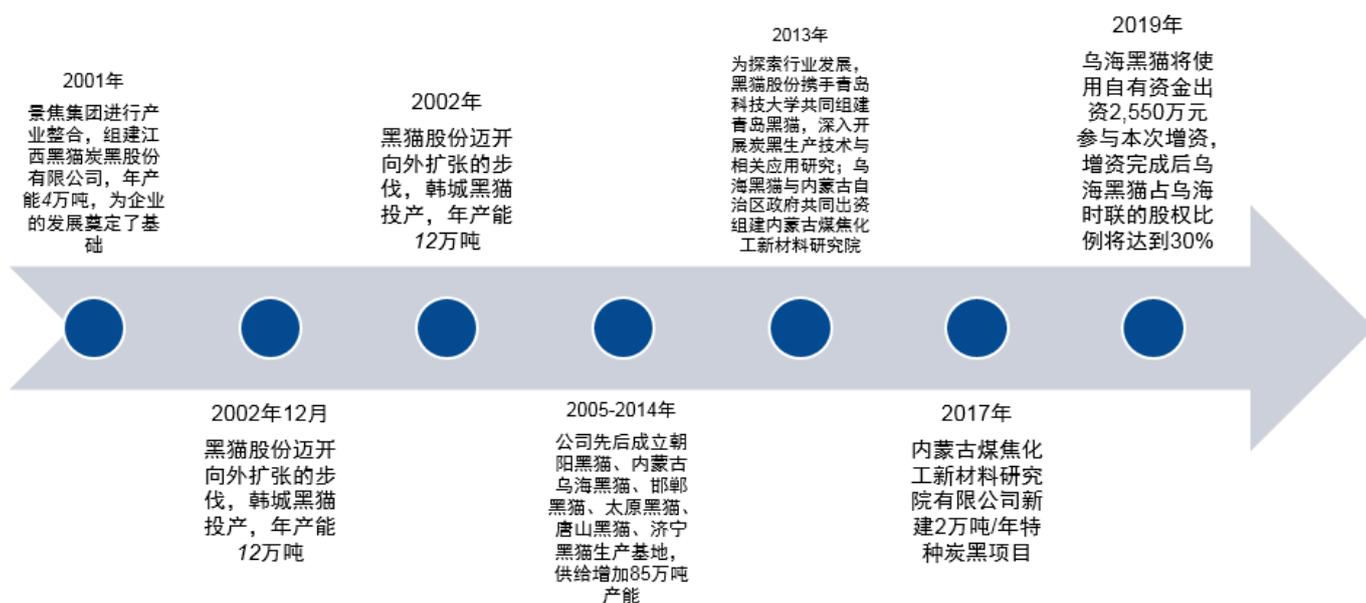
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司实际控制人.....	4
图 3:	公司部分主要客户.....	5
图 4:	2019 年中期收入构成.....	5
图 5:	2019 年中期毛利构成.....	5
图 6:	公司炭黑库存：吨.....	6
图 7:	公司产品营业收入增速：%.....	6
图 8:	2003-2018 年收入年增速 27.8%.....	6
图 9:	2003-2019 年净利润及同比增速：%.....	6
图 10:	炭黑生产工艺流程图.....	7
图 11:	炭黑产品类型.....	8
图 12:	汽车销量：累计同比%.....	8
图 13:	公司炭黑销量：同比%.....	8
图 14:	印度轮胎出口连续第四年两位数增长.....	10
图 15:	我国亚洲四国轮胎出口金额/年.....	10

图 16: 印度轮胎生产量	10
图 17: 印度轮胎生产增速%	10
图 18: 世界五大炭黑生产国产量:万吨/年	11
图 19: 炭黑企业开工率	12
图 20: 炭黑企业毛利润 元/吨	12
图 21: 乘用车销量: 月度	13
图 22: 2019H1 经销商库存系数	14
图 23: 所有在售车型中国六车型占比	14
图 24: 煤焦油需求结构	15
图 25: 煤焦油有效产能、产量 (截止到 2019.7)、表观消费量 (截止到 2019.4)	15
图 26: 2018-2019 年煤焦油深加工企业理论盈亏图	16
图 27: 煤焦油深加工开工率	16
图 28: 粗钢产量及累计同比	17
图 29: 煤焦油产量: 千吨	17
图 30: 煤焦油开工率 %	17
图 31: 煤焦油价格 元/吨	17
图 32: 公司库存: 吨	18
图 33: 公司 PB (MRQ)	18
图 34: 近 3 年公司单季度扣非净利润 (元, 截止到 2019 年三季度)	18
图 35: 间苯二酚价格: 元/吨	20
图 36: 丙烯酸价格: 元/吨	20
图 37: 间苯二胺价格: 元/吨	21
图 38: 浙江龙盛及卫星石化股价	21
图 39: 苯酚开工率: 周: 估计	22
图 40: 苯酚进口数量: 万吨/年	22
图 41: 间甲酚进口平均单价: 美元/吨	23
图 42: 间甲酚进口量 (截至到 2019.7)	23
图 43: 中国间甲酚表观消费量及变化图	23
图 44: 粗酚价格走势	24
图 45: 高纯酚及其衍生物	25
图 46: 精细化工指数 PE (TTM)	26
图 47: 主要分类产品应用情况	27
表 1: 2018 轮胎企业投资排行	9
表 2: 2019 年来政策对汽车行业支持力度不断加大	13
表 3: 提前执行国六的地区汇总	14
表 4: 2018 及 2019 年上半年煤焦油及深加工产品价格对比表 (元/吨)	16
表 5: 响水园区内产品在全国占比>5%的公司	20
表 6: 炭黑和煤焦油等原料价格弹性 (横轴是煤焦油等原料价格、纵轴是炭黑价格)	28
表 7: 分产品盈利预测: 百万 元	29
表 8: 炭黑弹性比较 (报告期 2019-9-30)	29
表 9: 炭黑收入及毛利、市值比较	29

一、炭黑龙头企业，产能世界第三，跟随国内轮胎龙头出海

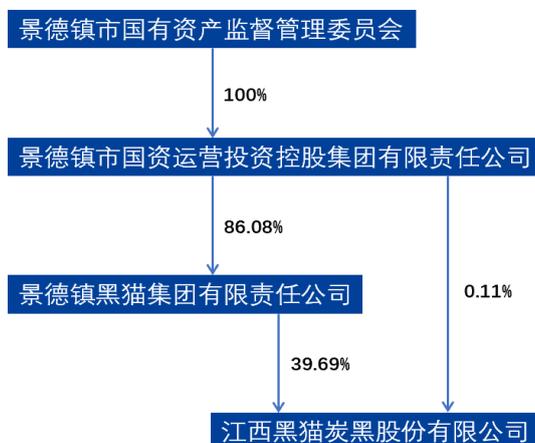
公司成立于2001年7月，母公司景德镇市焦化煤气总厂是国家重点支持的520家大型企业之一，主要从事炭黑、焦油精制和白炭黑等产品的生产与销售，其中炭黑产品占逾八成，公司是专业性生产炭黑的龙头企业。2002年公司迈开向外扩张的步伐，目前已经基本完成其在国内的布局。公司现有江西黑猫、韩城黑猫、朝阳黑猫、乌海黑猫、邯郸黑猫、太原黑猫、唐山黑猫和济宁黑猫8个大型炭黑生产基地，包括1个特种炭黑生产项目，目前产能为110万吨/年，产销量连续多年国内行业领先，产能规模目前已跻身世界炭黑企业第三位。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网整理、华金证券研究所

图2：公司实际控制人



资料来源：公司年报，华金证券研究所

公司炭黑产品畅销全国橡胶轮胎企业，并远销国外；2018 年内外销占比分别为 80%和 20%左右。公司客户涵盖海内外知名轮胎品牌，包括：米其林轮胎、普利司通轮胎、固特异轮胎、倍耐力轮胎、大陆轮胎、库珀轮胎、锦湖轮胎、韩泰轮胎、佳通轮胎，台资的正新、建泰、建大、安固、泰丰、华丰等，印度阿波罗、MRF、BKT，国内则包括朝阳、华南、双钱、三角、风神、前进、双星、成山、赛轮、金宇、兴源、三泰等轮胎企业。

图 3: 公司部分主要客户

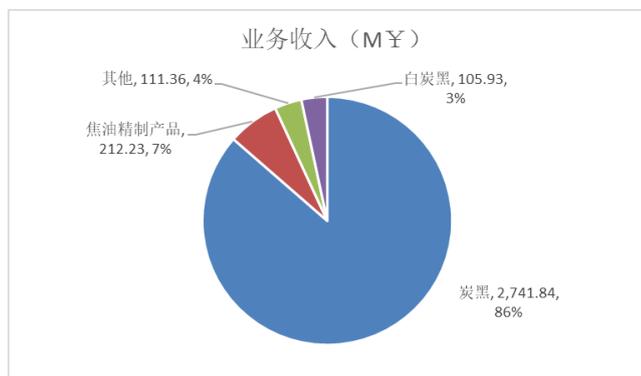


资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

公司主营业务分为炭黑、白炭黑及焦油精制，其中炭黑占比超过 80%，为公司主要利润来源，且毛利率较高且基本稳定在 15%以上。我国是轮胎和炭黑的生产大国，公司业务多年保持较高的平均增速，但由于是强周期行业，公司业绩近几年受行业景气度影响出现较大的波动。然而，公司管理能力较佳，一直维持着较佳的产销率。2018 年生产 96.78 万吨，销售 99.23 万吨；2019 年上半年，公司生产炭黑 47.96 万吨，销售 45.30 万吨，基本实现满产满销；库存始终保持在不到 1 个月的产品销量，经营性现金流良好，运营效率和抗风险能力较高。

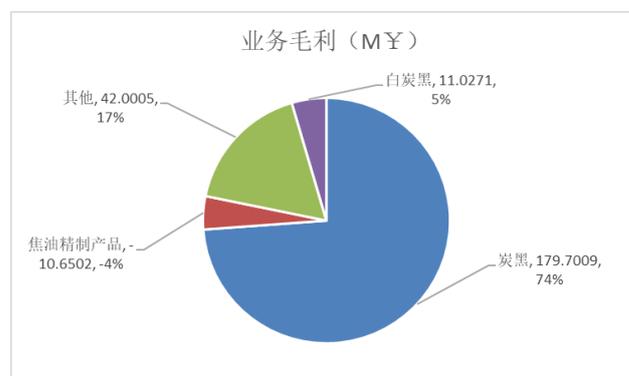
受中美贸易战影响，国内轮胎企业纷纷出海，公司跟随下游轮胎企业步伐，开始在海外进行扩张，以原油工艺为路线，计划 3-5 年内增加 30-50%产能。

图 4: 2019 年中期收入构成



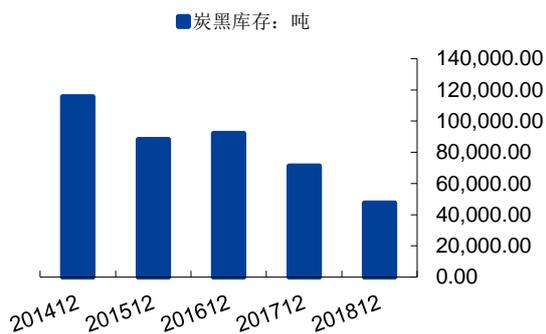
资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 5: 2019 年中期毛利构成



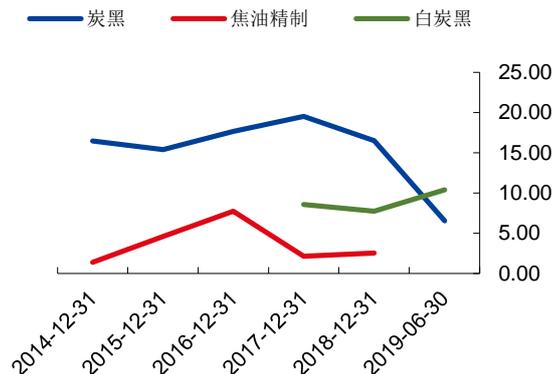
资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 6: 公司炭黑库存: 吨



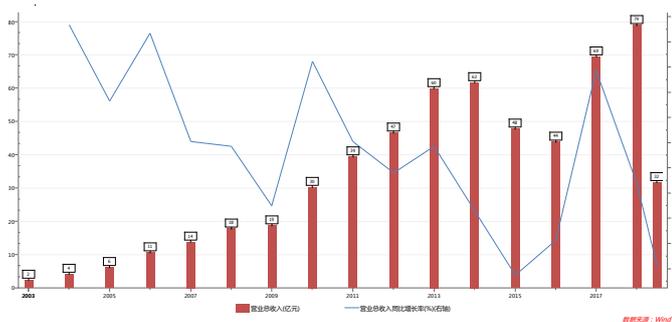
资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 7: 公司产品营业收入增速: %



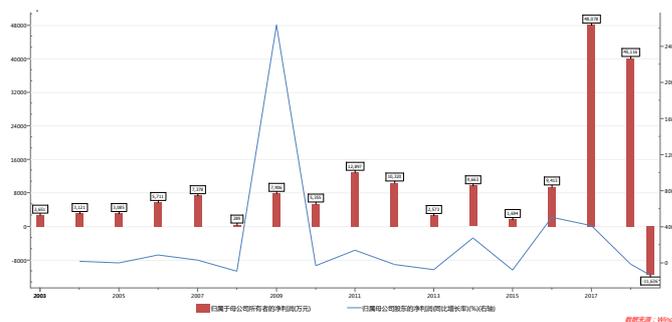
资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 8: 2003-2018 年收入年增速 27.8%



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 9: 2003-2019 年净利润及同比增速: %

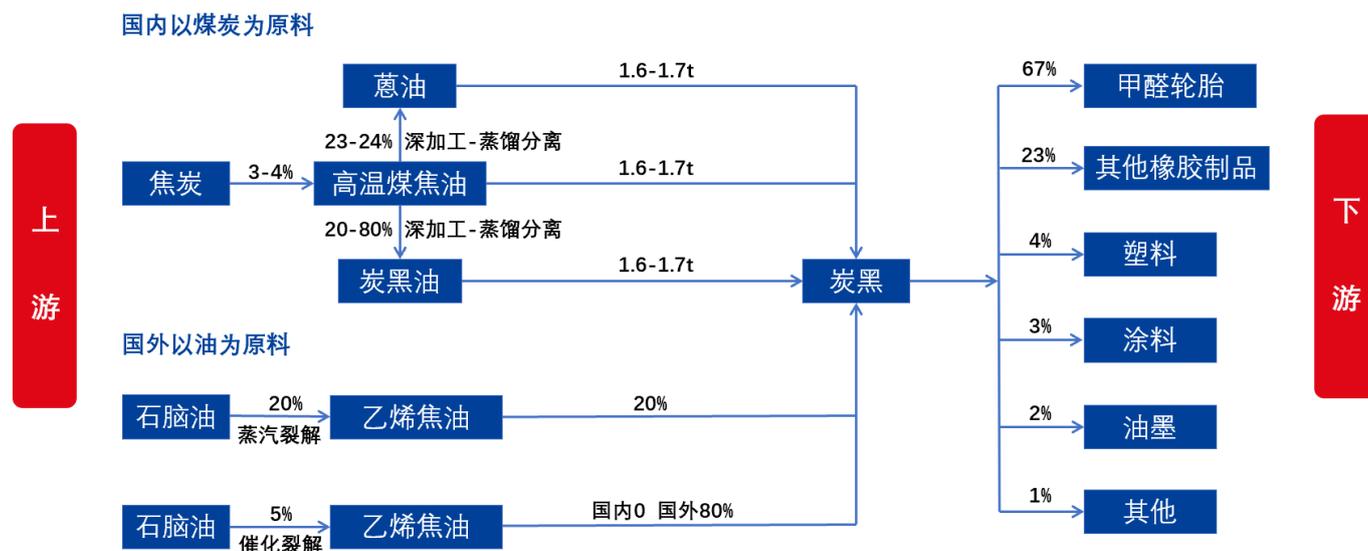


资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

二、国内外炭黑工艺的区别

目前世界上炭黑生产所用原料油分为 3 类, 即煤焦化或汽化过程中产生的煤焦油; 石脑油和粗柴油蒸汽裂解生产乙烯过程中产生的乙烯油; 粗柴油催化裂化生产汽油时产生的澄清油。在欧洲和美国炭黑生产主要是以澄清油为原料, 尤其美国 95% 以上采用的是澄清油, 其价格受石油价格影响很大, 而我国由于是产煤和炼钢大国, 因此我国用的原料是煤焦油, 其是煤高温炼焦的副产物, 主要来自于大型钢铁企业自建的焦化厂, 其价格同时受钢铁、宏观经济、环保政策、油价等多重因素的影响。

图 10：炭黑生产工艺流程图



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

我国是炭黑的生产大国，也是出口大国，2018 年我国炭黑生产总量 479.61 万吨，出口 88.02 万吨，占总产量 18.35%，由于我国炭黑出口量变化较大，因此对炭黑企业的盈利能力产生较大的边际性影响。目前钢铁、煤焦行业去产能导致煤焦油供应收缩，煤焦油价格较高，而新建乙烯装置一般将副产乙烯焦油作为燃料使用，炭黑工业难以得到新增乙烯焦油原料。另一方面，澄清油价格随着国际原油价格大幅下跌，使国外以澄清油为原料的炭黑价格低于国内以煤焦油为原料的炭黑价格，从而进一步压缩了国内中小炭黑企业的生存空间和利润空间。目前国际原油价格低位震荡，国内煤焦油法产能失去了对国外澄清油法的成本优势。截止到今年 7 月，炭黑出口量同比下降 47.34%。然而我们认为这一现象对公司的影响正逐步减小。

三、炭黑企业的成长空间-产业格局的变更

炭黑（也称碳黑）是碳元素的一种存在形式，是橡胶工业不可缺少的原料，由于炭黑能改善轮胎面的耐磨性，极大提高轮胎行驶里程，还能提高胶料的拉伸强度和撕裂强度等物理性能，因此炭黑广泛应用于制造各种类型的轮胎和其他橡胶制品。

按应用范围分类，炭黑可分为橡胶用炭黑和非橡胶用炭黑。其中，橡胶用炭黑按照性能可分为硬质炭黑和软质炭黑两大类：硬质炭黑又称为胎面炭黑。这类炭黑的原生粒子的粒径一般为 15nm-45nm 之间，它们可以和橡胶分子形成有效的化学键，能显著提高胎面胶的强度、抗撕裂性能和耐磨性能，多用于轮胎的胎面胶。软质炭黑又称胎体炭黑。这类炭黑在橡胶制品中补强效果较差，在很大程度上起填充作用，多用于轮胎的胎侧胶和内胎胶。这类炭黑的原生粒子的粒径一般在 45nm 以上，最大可达到 100nm 以上，能显著改善胶料的粘弹性、耐曲挠性并起到填充作用。非橡胶用炭黑按用途和性能的不同可分为色素炭黑、导电炭黑、塑料用炭黑及专用炭黑等。

炭黑主要用作橡胶制品的补强剂和填料，用量约占炭黑总产量的 90%，而其中约 65%以上用于轮胎制造业，因此炭黑产品的销售与汽车销量息息相关。轮胎需求以乘用车替换胎为主，而综合汽车保有量的持续增长能够带动轮胎需求的稳步上升。

图 11：炭黑产品类型



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

（一） 新旧产能替换，企业借机“走出去”

1、 龙头企业走出去，变困难为契机

1) 避开国内价格战，寻找海外增量

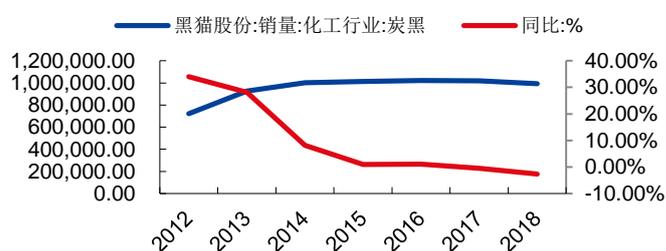
多年来我国汽车销量一直保持较高的增长态势，但自 2018 年下半年以来我国汽车销量明显下滑，黑猫炭黑销量同比也由正转负。我国炭黑产能过剩，产品质量普遍较低且同质化明显，价格竞争激烈，一味的在国内扩大产能会进一步加剧行业竞争。

图 12：汽车销量：累计同比%



资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

图 13：公司炭黑销量：同比%



资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

7 月 30 日，中国橡胶工业协会炭黑分会应炭黑企业要求，发布《炭黑行业自律倡议书》，倡议如下：

(1) 为了调整市场供求平衡，各企业应加大科研及智能制造投入，自觉限产，限产幅度根据市场需求，在原有产量基础上限产 10%~20%，保证市场供需平衡；

(2) 稳定炭黑原料油市场，不参与哄抬原料油价格的不良竞争行为；

(3) 稳定市场销售，按照合理利润空间销售，不能为抢占市场而采取不计成本的不良销售行为，扰乱市场秩序；

(4) 对于出口到国际市场的中国炭黑，同样要求不能无序竞争，维护国际市场的公平竞争秩序；

(5) 规范企业销售行为，不能无订单发货等非正规销售的行为发生；

(6) 认同区域划分，保持相对稳定的市场份额，避免造成市场动荡。

由此可见，在国内盲目扩大产能已经不是明智之策，把产能向海外转移，通过走出去才能够获得新的增量市场，而龙头企业更容易通过海外建厂降低成本并获得增量市场。

2) 轮胎厂在国外设厂，跟随客户出海，进行海外基地建设和扩张

我国约 40%的国产轮胎用于出口，而近几年我国轮胎出口遭遇美国“双反”政策，轮胎企业被迫开始加快海外扩张的步伐，分别在泰国、越南、中东等国进行产业投资，我国轮胎制造大国的地位开始动摇，国际产能开始向海外各地转移。2018 年轮胎企业投资最多的地区和国家分别是中东（125 亿元）、欧洲（121 亿元）、中国（114 亿元）、印度（66 亿元）和美国（53 亿元）。

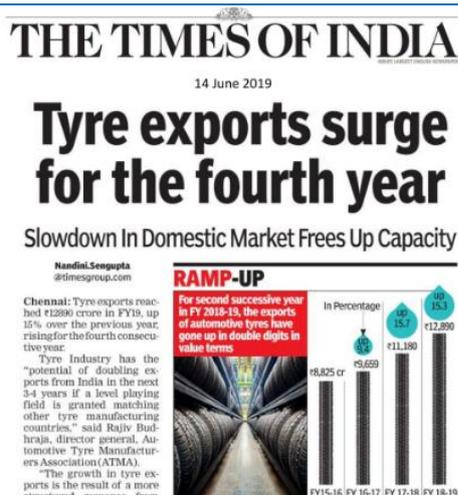
表 1：2018 轮胎企业投资排行

2018 轮胎企业投资排行榜	
地区	投资金额（亿元）
中东	124.72
欧洲	121.39
中国	113.7
印度	65.82
美国	53.17
越南	37.16
马来西亚	21.83
泰国	20
巴西	2.5

资料来源：根据公开资料整理，华金证券研究所

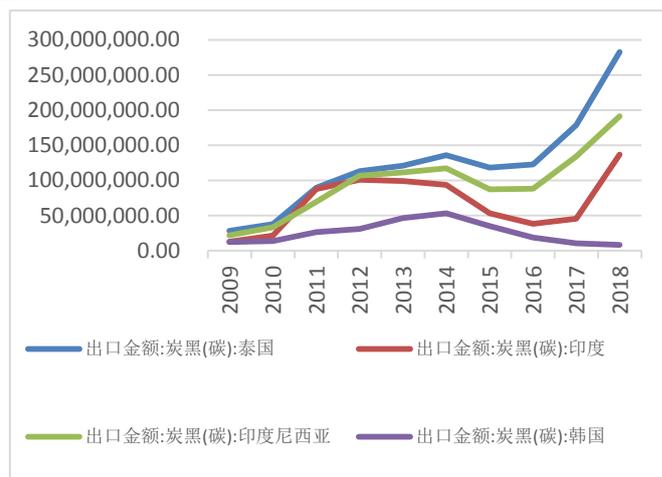
以印度为例，除了印度国内企业增加产能，近几年包括如台湾正新橡胶、普利司通等外资纷纷投产或计划投建产能，印度轮胎出口连续四年两位数增长，远高于我国增速。而印度长期从我国大量进口炭黑，进口炭黑成本越来越高，已接近橡胶成本，而历史上其成本仅为后者成本的一半，因此炭黑企业跟随轮胎企业在海外开厂成为必然，有实力的炭黑企业能够更快的抓住市场机遇，抢占市场资源，进行海外销售布局。

图 14：印度轮胎出口连续第四年两位数增长



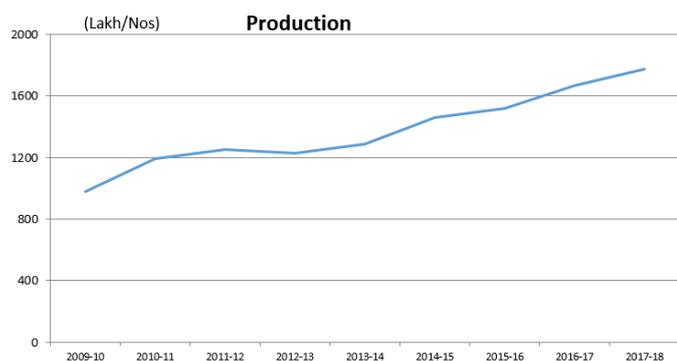
资料来源：ATMA、华金证券研究所

图 15：我国亚洲四国轮胎出口金额/年



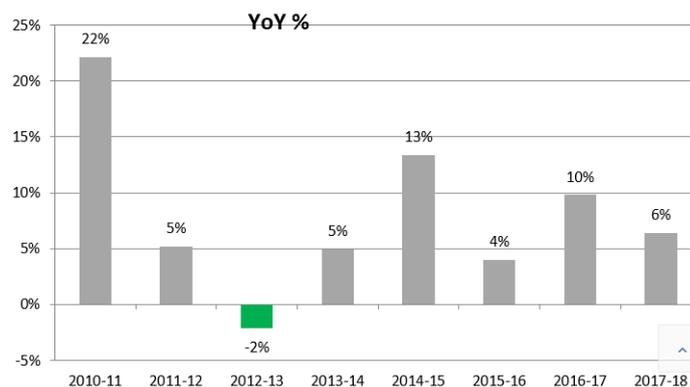
资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

图 16：印度轮胎生产量



资料来源：ATMA、华金证券研究所

图 17：印度轮胎生产增速%



资料来源：ATMA、华金证券研究所

国内轮胎龙头企业玲珑轮胎 2018 年在塞尔维亚投资 66.25 亿建厂，公司紧跟轮胎生产厂商扩张步伐在白俄罗斯投资建设。

今年 7 月 12 日，黑猫股份发布关于设立境外子公司的公告。

公司按照发展规划要求，已基本完成对全球主要区域的调研考察工作，拟选址在白俄罗斯投资新建公司首个海外炭黑产能基地。公司本次拟出资 120 万美元，在白俄罗斯注册设立全资子公司，主要系根据当地法律法规要求，为满足炭黑生产基地项目的三方评价、可研、环评及立项材料的编制等前期工作开展的需要。

公司计划在 5 年内完成 30-50 万吨的海外石油法产能，从而降低对原料依赖的风险。

3) 贸易摩擦不断，海外建厂避开贸易壁垒

特朗普政府多次拟对华进口商品增加关税。2010 年 1 月 28 日，印度海关决定对原产于中国、澳大利亚、伊朗、马来西亚、俄罗斯和泰国的炭黑征收从量反倾销税，征税期为 5 年；2013 年

3月，印度就对我国炭黑产品征收反倾销税，除黑猫等5家企业按0.121美元/kg征收反倾销税以外，其他企业统一按0.423美元/kg征收反倾销税。在国际贸易摩擦不断的背景下，海外建厂有利于企业长远发展。

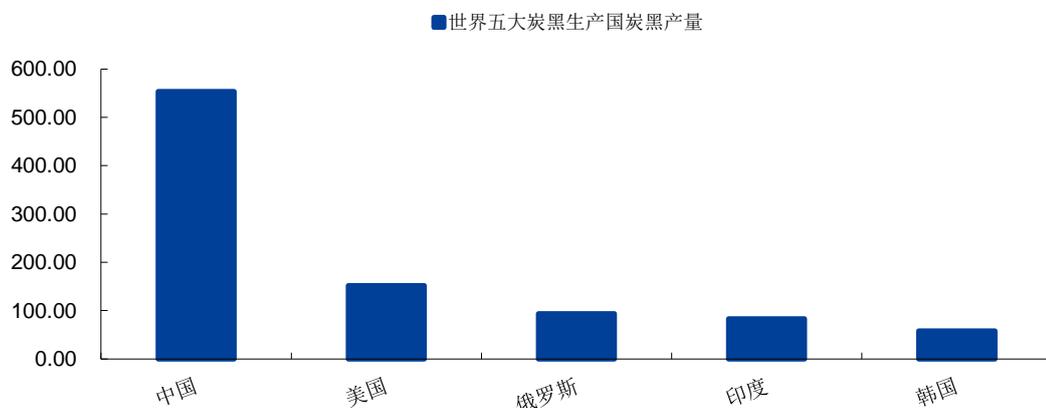
4) 解决国内原料结构单一问题，降低成本扰动因素

公司原料油成本在生产成本中占近八成，其中煤焦油和炭黑油是原料油中最主要的部分。受我国钢铁及焦化产业去产能影响，煤焦油产量缺乏增量，钢铁及焦化企业近几年盈利能力较差，企业倾向于对煤焦油进行深加工以提高产品的附加值，从而减少了炭黑所需煤焦油的原料来源导致煤焦油原料价格攀升。国外多采用乙烯焦油和澄清油，其价格跟随原油价格大幅下跌，因此企业在海外建厂，增加以澄清油为原料的产能有助于降低原料对生产成本的扰动，降低企业的经营风险。黑猫海外基地是原油工艺，因此未来受成本扰动因素会小很多。

2、 国外落后产能逐步淘汰，龙头企业借机巩固国际地位

2017年世界5大炭黑生产国排行榜如下：中国553.7万吨、美国151.9万吨、俄罗斯94.0万吨、印度83.0万吨、韩国58.0万吨。目前虽然全球炭黑前10大企业使用的生产装置非常先进，且在各国占据主要市场，但国外许多小厂，例如俄罗斯和印度的炭黑小厂的生产装置很多为19世纪70-80年代的装置，单台生产能力不到2万吨/年，由于这些装置的生命周期一般为30-50年，因此正进入替换期。去年开始全球炭黑下游需求不振，产品价格长期低迷，炭黑企业盈利能力减弱，小厂生存状况愈发糟糕，在这种状况下会推后装置的更换时间。

图 18：世界五大炭黑生产国产量:万吨/年



资料来源：轮胎世界网、华金证券研究所

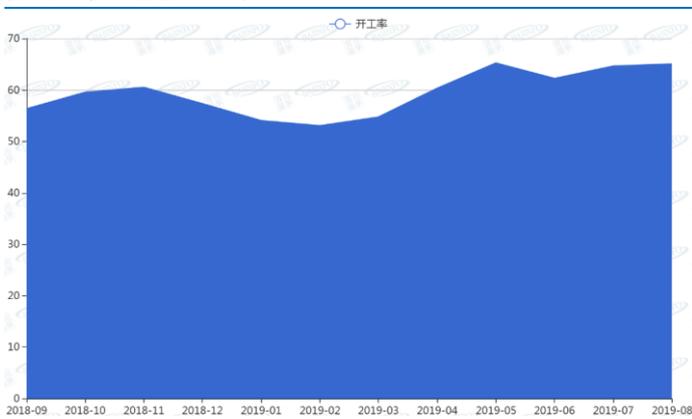
在新旧产能的替换时期，海外经营困难的小厂可能逐步被淘汰，我们推算能够释放全球约23%左右的产能，对应约300万吨的量。（我们能够得到的最早的数据为1997年的数据，使用这个数据进行反推：1997年全球炭黑总产量640万吨，产能700万吨，而中国只占其中的56万吨，海外产能约为584万吨。2000年前后美国经济发展较快，炭黑需求年增速为4.5%，我们推测1970-1997年炭黑需求平均增速约为3%，1970s产能约为263万吨，1980s约为353万吨，以此数据推算平均需替换产能为300万吨左右。）因此就全球炭黑厂来说，目前有效开工率可能已经达到80%-90%。

我国早在“十二五规划”便规定了不再建设产能在2万吨以下（包括干法造粒和湿法造粒）的炭黑生产装置，立即淘汰规模在1.5万吨以下的干法造粒的生产装置。近几年我国炭黑企业逐步升级生产设备，龙头企业多引进欧美高端设备，因此龙头企业海外建厂配套具备一定的优势，我国企业有望逐步淘汰国外落后产能，巩固国际市场地位。

（二） 成本增加，销量减少，小厂难以为继，行业集中度上升

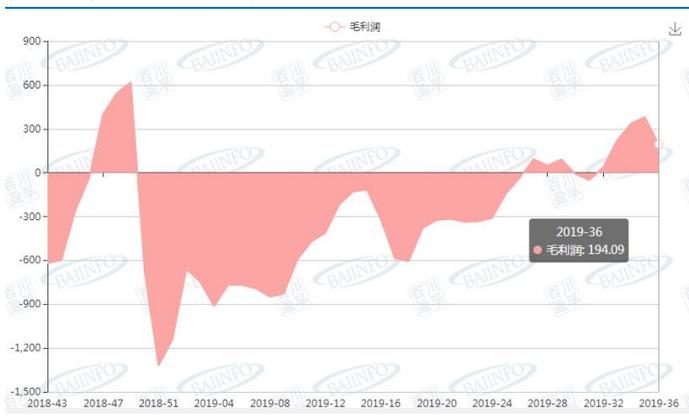
供给侧改革完成后，煤焦油原材料有所减少，煤焦油成本很难下降，炭黑毛利率明显下降甚至亏损，加上下游轮胎需求不振，高成本导致出口竞争力减弱，炭黑厂商开工率一度降到60%以下，近几个月才逐步回升，国内部分小厂更新的高成本装置盈利能力明显降低，难以为继，将逐渐被迫退出市场。

图 19：炭黑企业开工率



资料来源：百川资讯、华金证券研究所

图 20：炭黑企业毛利润 元/吨



资料来源：百川资讯、华金证券研究所

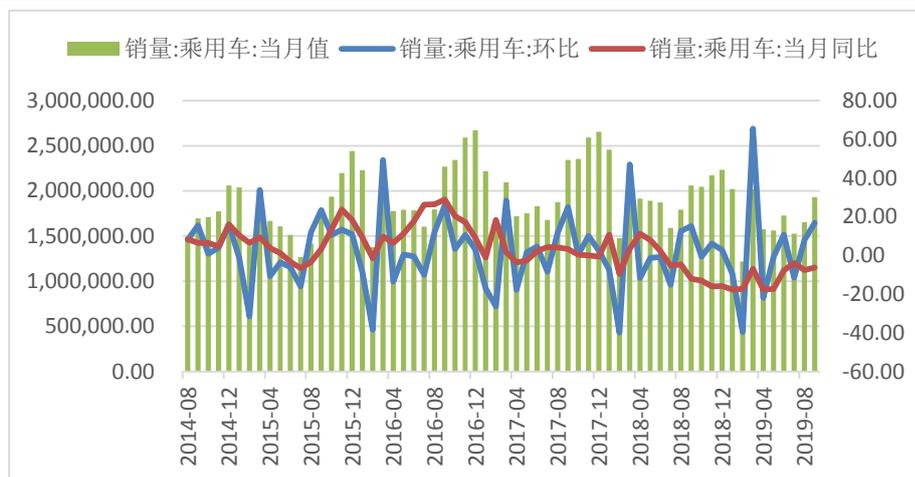
另一方面，我国环保执法力度加大，地方环保政策加码。我国“十三五”规划要求炭黑工业应开发应用国际先进的6万~8万吨超大型装置。大力推广应用新型高效滤袋和袋滤器，减少炭黑烟尘排放，将废水、尾气实现资源化循环利用和无害化处理。使用寿命更长、温度更高的高温空气预热器，热效率更高的余热锅炉，开发应用急冷锅炉，对炭黑工艺烟气余热实行梯度开发、高效利用。日益趋严的环保要求导致企业成本上升，行业准入门槛上升，小型炭黑企业将逐渐退出市场。

据《中国炭黑行业发展现状分析与市场前景预测报告》2019-2025年，我国炭黑产能排行榜上的前5家生产企业，其合计产能占国内炭黑总产能的30%左右；排行榜前10家企业，合计产能也不到国内总产能的一半。而日本炭黑产能排名前5家的企业合计产能为日本总产能的89%。美国炭黑厂能前5家企业的产能则占美国总产能的98%。从全球范围看，卡博特、德固赛和哥伦比亚3家公司占全球产能的50%左右。中国是炭黑生产第一大国，但炭黑业产能集中度远远低于成熟市场，这是因为我国很多炭黑企业是钢铁企业焦化厂演变而成，而未来随着钢铁、煤焦企业集中度提升，行业技术门槛、资金门槛的提高，我国炭黑行业集中度将会向发达国家靠拢，龙头企业市场占有率将逐步提高。

四、汽车行业触底回升，“金九银十”后销售有望回暖

我们借鉴我司汽车团队的观点，认为我国汽车行业预计见底，“金九银十”消费旺季开始行业触底回升，明年增速有望回正。

图 21：乘用车销量：月度



资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

（1）鼓励汽车消费政策效果将逐步显现：从 2018 年底开始，国家政策对于汽车行业的支持力度不断加大，从鼓励汽车下乡，到出台购置税新规，再到放开广州、深圳限购指标等，政策的有利因素正在累积并有望在下半年逐步显现。鉴于汽车产业在中国整体经济规模中有着举足轻重的地位，经济下行阶段政府有更强的意愿出台更多刺激性政策，拉动汽车消费实现平稳增长。我们预计诸如新能源汽车换购优惠、各大限购城市逐步放开牌照限制等政策在未来或陆续出台。

表 2：2019 年来政策对汽车行业支持力度不断加大

时间	政策名称	主要内容
2019.1.29	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	提出“促进农村汽车更新换代”、“放开皮卡进城限制”“完善新能源汽车基础设施建设”等多措并举促进汽车消费。
2019.4.11	《进一步扩大汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）征求意见稿》	稳定汽车消费等六条汽车消费刺激措施，被称为 2019 版“汽车下乡”
2019.5.24	《财政部 税务总局关于车辆购置税有关具体政策的公告》（财政部 税务总局公告 2019 年第 71 号）	明确 车辆购置税 新规，降低消费者购车成本
2019.6.2	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》	放宽 广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标 ，扩大准购规模
2019.6.3	《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	明显 放宽限购 ，大力推动汽车产业电动化、智能化、绿色化

资料来源：国务院，工信部，华金证券研究所

（2）部分地区国五/国六切换完毕，短期扰动因素消除：从需求端，提前执行国六排放标准省市大多是经济发达地区，汽车销量占全国汽车总销量的比重接近 70%。随着新标准切换完毕，不确定性的消除将逐渐打消消费者的观望心态，此前受到抑制的消费需求有望逐步释放。从供给

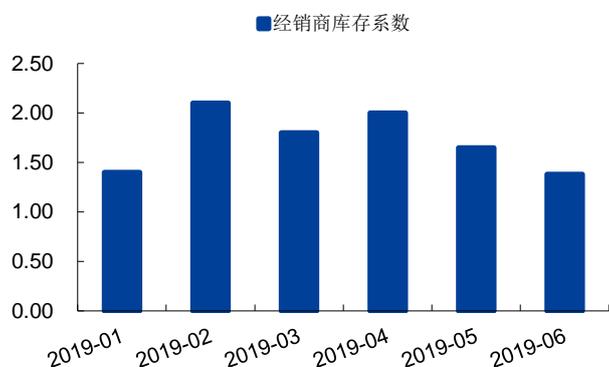
端，经历了二季度末的降价促销，经销商库存已回落至较合理水平，目前已开始进入补（国六车型）库存阶段。从汽车之家的数据显示，今年年初所有在售车型中，国六车型占比不足 5%，但至 6 月底，国六车型占比已提升至接近 20%，可供消费者选择的符合新排放标准车型的数大幅增多，有利于市场需求的提升。

表 3: 提前执行国六的地区汇总

序号	城市	标准	执行时间
1	深圳	国六 b	柴油：2018 年 11 月 1 日（已执行） 汽油：2019 年 7 月 1 日
2	北京	国六 b	公交、环卫、重型柴油车：2019 年 7 月 1 日 轻型燃油车：2020 年 1 月 1 日
3	广州	国六 b	2019 年 7 月 1 日起试行，9 月 1 日正式实施
4	天津	国六 b	
5	上海	国六 b	
6	山东	国六	2019 年 7 月 1 日
7	山西	国六	
8	广东	国六 b	
9	河北	国六	
10	河南	国六	
11	海南	国六	
12	重庆	国六	
13	安徽	国六	
14	陕西	国六	
15	四川	国六	
16	杭州	国六	2020 年 7 月 1 日
17	南京	国六	
18	全国	国六 a 国六 b	2023 年 7 月 1 日

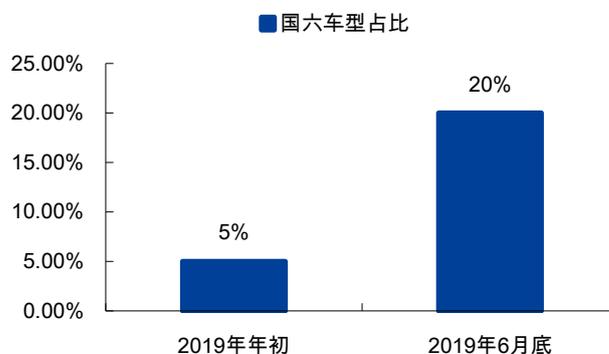
资料来源：各地政府网，华金证券研究所

图 22: 2019H1 经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，华金证券研究所

图 23: 所有在售车型中国六车型占比



资料来源：汽车之家，中汽协，华金证券研究所

五、煤焦油价格回落，成本端可控，业绩逐季好转

煤炭干馏时生成的具有刺激性臭味的黑色或黑褐色粘稠状液体，简称焦油。煤焦油按干馏温度可分为低温煤焦油、中温煤焦油和高温煤焦油，在焦炭生产中得到的煤焦油属于高温煤焦油。它是粗煤气冷却过程中冷凝、分离出来的焦炉煤气净化产品之一。

煤焦油一般作为加工精制的原料以制取各种化工产品，也可直接利用，如作为工业型煤、型焦和煤质活性炭用的粘结剂的配料组分，还可用作燃料油、高炉喷吹燃料以及木材防腐油和烧炭黑的原料。

（一）煤焦油深加工下游不景气，需求不足

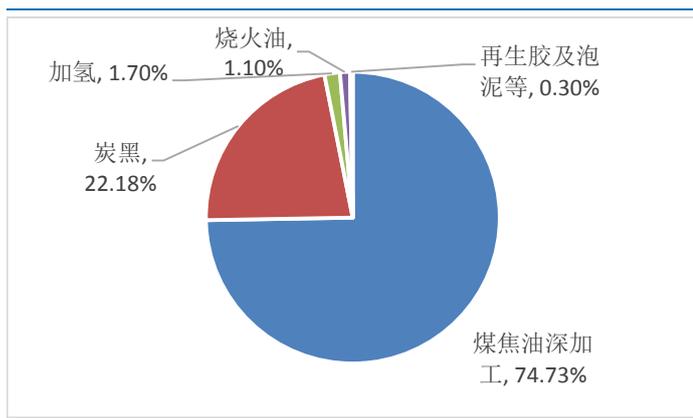
煤焦油主要的下游应用是深加工，占比达到 75%左右。国内煤焦油加工产品主要是酚类、萘、洗油、粗萘、沥青等。

2019 年上半年，煤焦油深加工企业亏损依旧。按隆重资讯数据统计，上半年深加工厂家平均利润为-149 元/吨，同比有 6.29%的跌幅。

其中工业萘自年初以来持续下跌，且同比跌幅最大，从去年上半年 4738 元/吨下降至 4378 元/吨，降幅 7.6%。其主要影响因素是苯酐市场跌势超过半年、且利润收窄。

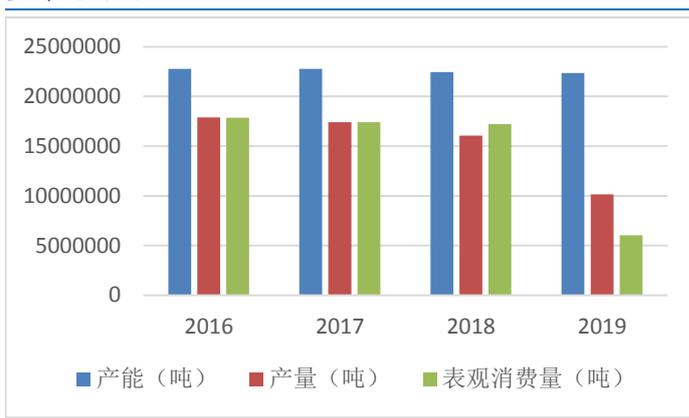
沥青下游碳素和电解铝上半年亏损。截止 9 月 18 日，根据卓创数据，煤沥青价格同比跌幅 25.3%。今年 1-6 月煤沥青累计出口 25.89 万吨，同比下跌 63.6%。洗油市场表现强劲，1-6 月份日均价在 3642 元/吨，同比上涨 11.96%，3 月上旬更是触及 3750 元/吨的高位。

图 24：煤焦油需求结构



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

图 25：煤焦油有效产能、产量（截止到 2019.7）、表观消费量（截止到 2019.4）



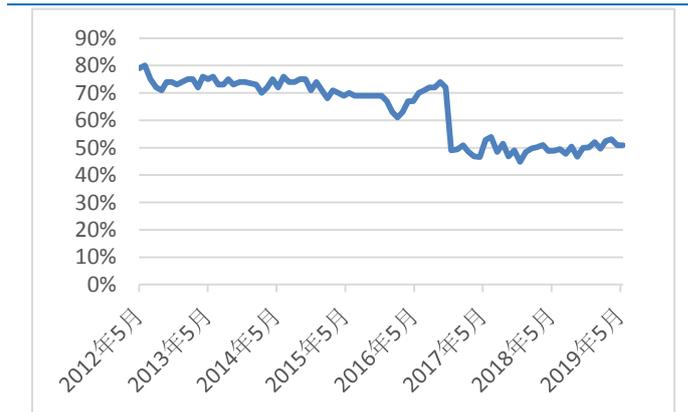
资料来源：百川资讯，华金证券研究所

图 26: 2018-2019 年煤焦油深加工企业理论盈亏图



资料来源：中宇资讯，华金证券研究所

图 27: 煤焦油深加工开工率



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

表 4: 2018 及 2019 年上半年煤焦油及深加工产品价格对比表（元/吨）

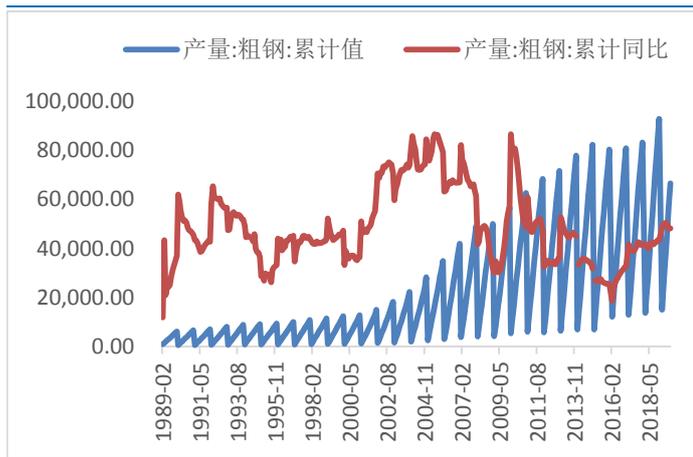
	煤焦油	工业萘	改制煤沥青	蒽油	洗油	利润
2018 年 H1	3309	4723	3862	3345	3253	-159
2019 年 H1	3279	4378	3782	3332	3642	-149
同比	-0.91%	-7.6%	-2.07%	-0.39%	11.98%	--
2019 年 H1 最高价	1 月初 3500	2 月下旬 4980	1 月底二月初 3950	5 月底 6 月初 3600	3 月下旬 3750	
2019 年 H1 最低价	4 月上旬 3050	5 月底 3400	4 月中旬 3540	4 月上旬 3150	6 月中旬 3500	

资料来源：隆重资讯，华金证券研究所

（二）钢铁去产能但未去产量，煤焦油供应充足

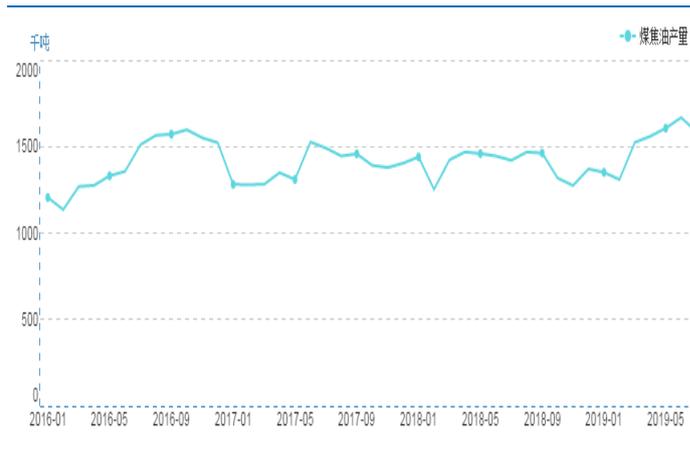
煤焦油是炼钢的副产物，而钢铁虽然长期去产能，但基本上去的都是僵尸产能，有效产能去的并不多，几年以来粗钢总产量依然呈增长态势。18 年我国粗钢产量同比增长 11.61%，截止今年 8 月同比增长 7.69%。粗钢产量的增长主要源于需求的增加，包括房地产及基建投资的增加，我们认为，我国经济景气度虽然较低，但基建和房地产是稳定经济的有效措施，因此基建和房地产投资有望受益于政策维稳而保持一定的增速，因此钢铁需求能够得到保障，煤焦油产量不会明显下滑。

图 28: 粗钢产量及累计同比



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 29: 煤焦油产量: 千吨



资料来源: 卓创资讯、华金证券研究所

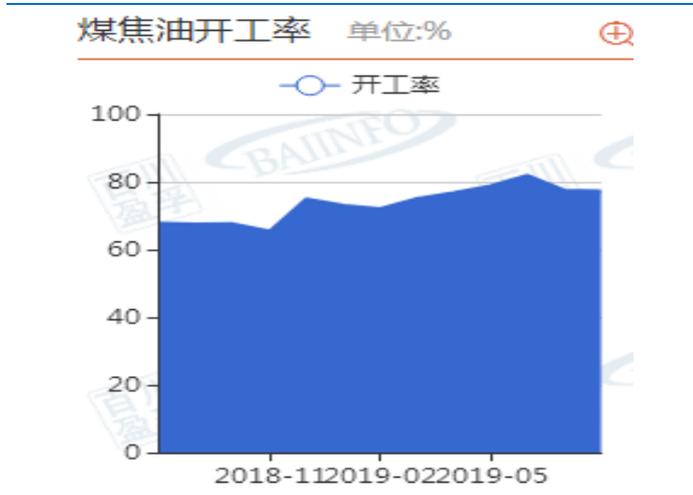
(三) 煤焦油价格回落, 公司业绩逐季好转

煤焦油价格今年走势不理想, 趋势性下跌, 截止 10 月 29 日, 高温煤焦油价格同比下跌 28%, 而 9 月份行业开工率还在持续走高, 目前处于 80% 左右。

我们认为, 从下游市场看, 终端需求弱势格局难以改变。由于宏观经济情况较弱, 下游需求不足, 沥青下游碳素和电解铝上半年亏损, 炭黑全行业亏损 1 年左右; 另外, 工业萘需求处于弱势, 洗油、清油不温不火。从供给端来看, 由于煤焦油利润空间较大, 因此虽然煤焦油今年价格走低, 但工厂开工率持续走高, 同时钢铁去产量不足, 煤焦油供给存在一定程度的保障, 因此我们判断煤焦油价格走强的概率较低。

由于今年下半年煤焦油价格明显回落, 且公司库存水平持续降低。2019 年 1-9 月份公司业绩逐季好转, 根据我们测算, 炭黑和煤焦油价差再扩大 100 元/吨, 公司将扭亏。由于持续的低迷, 以及环保压力, 落后的小产能将自然淘汰, 下游汽车产业趋稳, 炭黑价格易涨难跌, 业绩将持续好转。

图 30: 煤焦油开工率 %



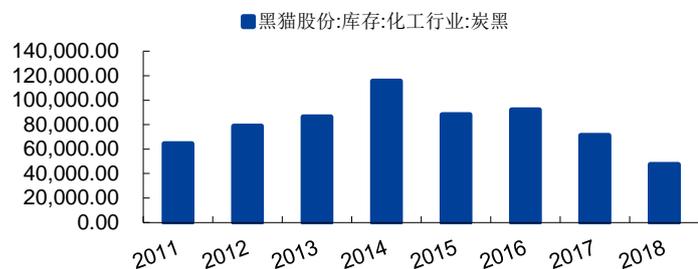
资料来源: 百川资讯、华金证券研究所

图 31: 煤焦油价格 元/吨



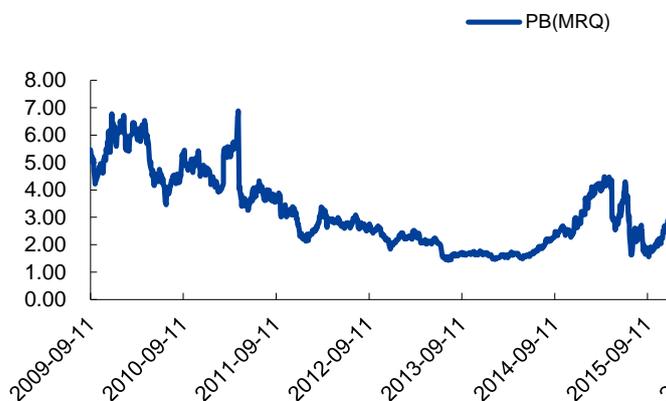
资料来源: 百川资讯、华金证券研究所

图 32: 公司库存: 吨



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 33: 公司 PB (MRQ)



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 34: 近 3 年公司单季度扣非净利润 (元, 截止到 2019 年三季度)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

六、投资精细化工进行环保治理, 变废为宝

(一) 投资精细化工项目背景

“十三五”是我国经济社会发展的重要战略机遇期，也是加快传统产业升级、建设制造强国的关键时期。根据《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》、《工业节能“十三五”规划》、《节能环保“十三五”规划纲要》等发展规划的要求，资源高效利用和环境质量改善将是生态文明建设的重点，化工行业要重点开展节能工程建设，努力提高用能效率，降低能源消耗。

因此，政策《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》提出：鼓励类十一“石化化工”之9“染料、有机颜料及其中间体清洁生产、本质安全的新技术（包括催化、三氧化硫磺化、高浓度发烟硫酸连续磺化、连续硝化、连续酰化、连续萃取、连续加氢还原、连续重氮耦合、定向氯化、组合增效、溶剂反应、双氧水氧化、循环利用等技术，以及取代光气等剧毒原料的适用技术，膜过滤和原浆干燥技术）的开发与应用”；鼓励类三十八“环境保护与资源节约综合利用”之15、“‘三废’综合利用及治理工程”以及23、“节能、节水、节材环保及资源综合利用”等技术开发、应用及设备制造”相吻合，属于国家鼓励发展的产业范畴。

安全事故加剧行业监管，对生产供应影响较大，尤其是精细化工行业。2019年3月21日，江苏盐城天嘉宜化工有限公司化学储罐爆炸事故，导致江苏省及华东地区精细化工及中间体供给受到巨大的影响。其中间苯二胺从7万元/吨上涨至15万元/吨，间氨基苯酚价格从8万元/吨上涨至25万元/吨，以及其他的化工品价格也受到较大的影响。

而精细化工在我国发展较为迅速，化工园区基地化、规模化建设正在加速，十二五期间更是保持了15%以上的增速，远高于GDP增速。进入十三五期间，精细化工行业面临结构调整和产品创新。2017年，我国精细化工产值达到1.6万亿元，自给率达到80%以上，逐步迈向世界精细化工强国。现已发展成为化工行业的一个独立分支和新的经济增长点，形成了约20-25个门类。其中，农药、染料、涂料、试剂、感光材料、化学医药等行业有了相当的发展规模。此外，在饲料添加剂、食品添加剂、工业表面活性水处理化学品、造纸化学品、皮革化学品、油田化学品、电子化学品、生物化工、功能高分子等行业也初具规模。

（二）“321”事件连锁反应，小厂关停，龙头趁机拓展市场

“321”事件后，国家对化工企业安全生产和环保管控力度加大，“保大弃小”、“一刀切”环保政策受到争议，但据我们推断，偏紧的环保及安全生产政策将成为常态化。

今年4月27日，江苏省委省政府正式发布了《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》（以下简称《方案》）。《方案》要求压减沿江地区、环境敏感区域和化工园区外化工生产企业的数量。新建化工项目原则上投资额不低于10亿元（列入国家《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》的项目除外）。沿长江干支流两侧1千米范围内且在化工园区外的化工生产企业原则上2020年底前全部退出或搬迁。对确实不能搬迁的企业，采用“一企一策”抓紧改造提升。

据中国化工报报道，截至去年底，江苏省共有化工企业4280家，其中规模以上2642家，规模以下1638家。另外，江苏化企约70%分布在沿江地区，其中有288家企业位于长江干流和主要支流岸线1千米范围内；沿江建有31家化工园区或集中区。此《方案》虽然没有提及具体的关停企业的数量，但规定化工企业投资门槛较高，要求压减沿江地区、环境敏感区域和化工园区外化工生产企业的数量。对于本就处于行业不景气时期的化工企业来说，环保装备的投资或者搬迁无疑是雪上加霜，越来越多的小厂面临关停风险，而龙头企业和产业链一体化企业将受益其中。

我们收集了产品在全国占比较大(>5%),产能在响水事件中影响较大的化工公司,其产能受事件影响时间约半年左右,产品价格停产期间出现较大幅度的上涨。其中,由于江苏天嘉宜化工的间苯二胺产能全国第二,占全国产能的 18.5%,间苯二胺不到半个月报价上涨 4.5 倍,由 44000 元/吨上涨至 20 万元/吨(4 月 17 日),对应上市公司浙江龙盛股价短短 20 天,上涨 114%;丙烯酸由 7800 元/吨上涨到 8500 元/吨(4 月 22 日),对应上市公司卫星石化股价由 3 月 21 日的 14.11 元上升到 4 月 18 日的 20.77,涨幅 47.2%,3 月 21 日至 4 月 8 日,化工指数上涨 16.28%。

表 5: 响水园区内产品在全国占比>5%的公司

公司	产品
大明化工	三氯化磷
响水恒利达化工	中档分散染料
江苏联化科技	联苯菊酯
江苏天嘉宜化工	间苯二胺
江苏威耳化工	2-氯-5-氯甲基吡啶
江苏裕廊化工	丙烯酸
	丙烯酸丁酯
江苏绿利来股份有限公司	乙草胺
响水华旭药业	舒巴坦酸
之江化工	分散染料
力禾颜料有限公司	H 酸
响水县科伟精细化工	相转移催化剂
江苏泓源化工	间苯二酚

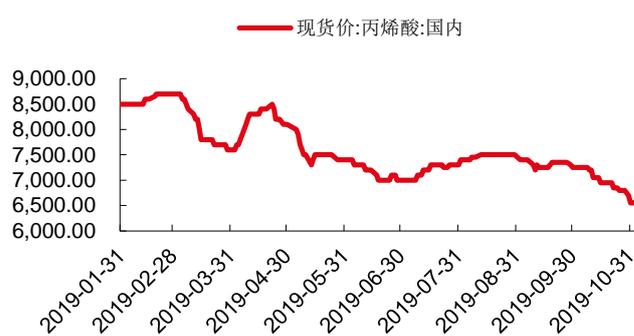
资料来源: 公司管网、《环评报告》、政府网站, 上市公司公告、中国制造网、Wind 资讯等、华金证券研究所

图 35: 间苯二酚价格: 元/吨



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 36: 丙烯酸价格: 元/吨



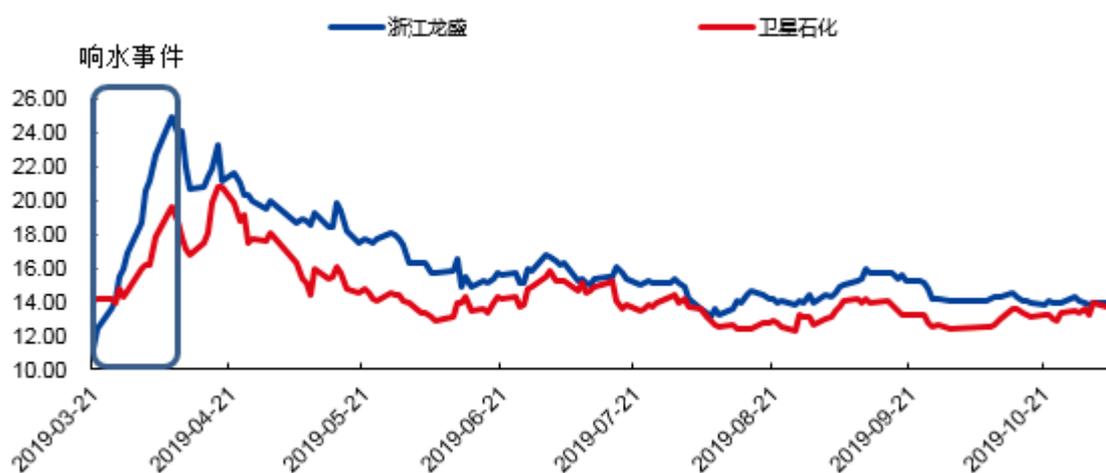
资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 37: 间苯二胺价格: 元/吨



资料来源: 生意社、华金证券研究所

图 38: 浙江龙盛及卫星石化股价



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

(三) 部分精细化工产品存在供需缺口

粗酚精制是指利用酚化合物的沸点差异, 采用精馏方法加工粗酚, 获得如苯酚、混合甲酚等酚产品的工艺。由于粗酚组成复杂, 各组份之间沸点非常接近, 因此加工分离工艺比较复杂, 我国对粗酚加工的量还比较小。

以苯酚为例, 2011 年以前我国大量依赖苯酚进口, 2011 年以后随着国内产能的扩大加上反倾销税的影响, 我国对苯酚进口量明显减少, 但 15 年反倾销税取消后进口量又开始明显回升。

由于我国对进口存在一定的依赖性（18年为18%）因此反倾销税对苯酚的进口量及价格会产生较明显的影响。2019年9月3日商务部公告，自2019年9月6日起，对原产于美国、欧盟、韩国、日本和泰国的进口苯酚征收反倾销税，税率为10.6%-287.2%，征收期限为5年。目前我国苯酚开工率维持在80%左右的较高水平，反倾销税的增加将导致部分苯酚产品的缺口和价格的上涨。

图 39: 苯酚开工率: 周: 估计



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 40: 苯酚进口数量: 万吨/年



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

间甲酚广泛用于农药、塑料、香料、医药等领域，间甲酚是生产维生素 E 的重要原料，其不足可导致维生素价格上涨；其他还应用于杀螟松、倍硫磷、二氯苯醚菊脂、抗氧化剂 CA、染料 DPA、树脂增塑剂、压敏燃料等显影剂、百里香酚、薄荷醇等，广泛运用于医药、农药、抗氧化剂、染料、香料、杀菌剂、防霉剂等领域。近年来，全球间甲酚市场容量在 5 万吨左右，国内间甲酚的年需求量为 1.2-1.4 万吨左右，2018 年国内产量约为 7200 吨，国内甲酚产品大量依赖进口；而市场被欧美日三家企业寡头垄断，对我国进行低价倾销。商务部自 7 月 29 日起对原产于美国、欧盟、日本的进口间甲酚进行反倾销立案调查，加上环保限产，其价格出现了明显的上涨。由于国外合成间甲酚成本比焦化间甲酚成本高约 3000-4000 元/吨，而品质基本一致；因此，济宁时联规划的 2-2.5 万吨的间甲酚有望逐步替代进口。

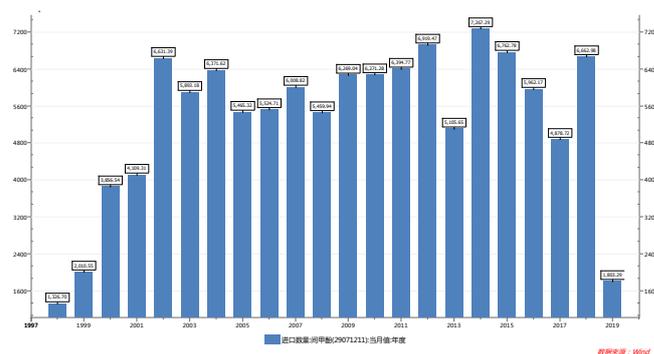
目前国内生产商除了安徽时联，还有安徽海华科技和东营海源化工，缺口则依赖于进口。国外合成间甲酚成本比国内焦化间甲酚成本高 3000-4000 元/吨，但国内外合成间甲酚的质量基本一致。间甲酚市场结构大致是农药市场需求在 1-1.5 万吨，医药市场 1.5-2 万吨，合成树脂在 1.5 万吨左右，其他的则为 3000-5000 吨。

图 41：间甲酚进口平均单价：美元/吨



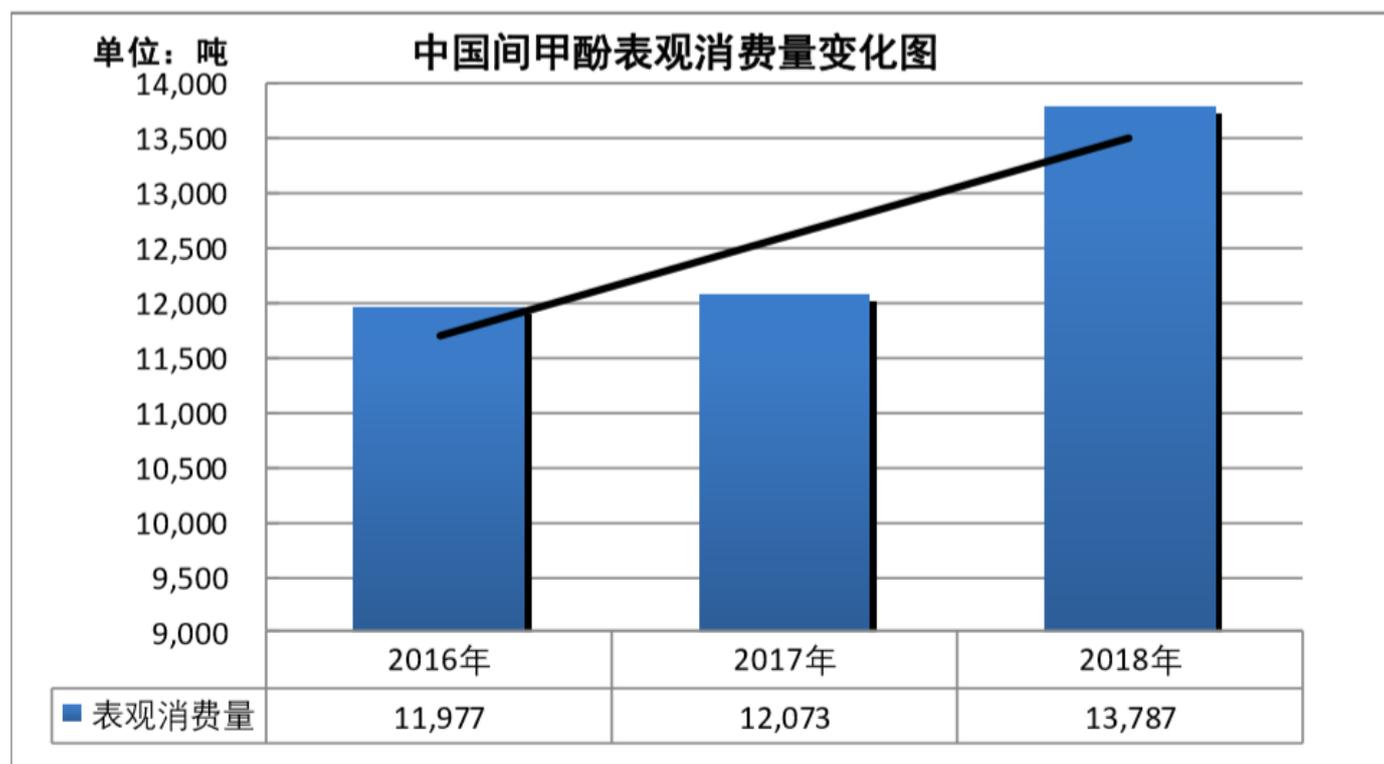
资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

图 42：间甲酚进口量（截至到 2019.7）



资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

图 43：中国间甲酚表观消费量及变化图



资料来源：《中华人民共和国间甲酚产业反倾销调查申请书》（2019.6.20），华金证券研究所

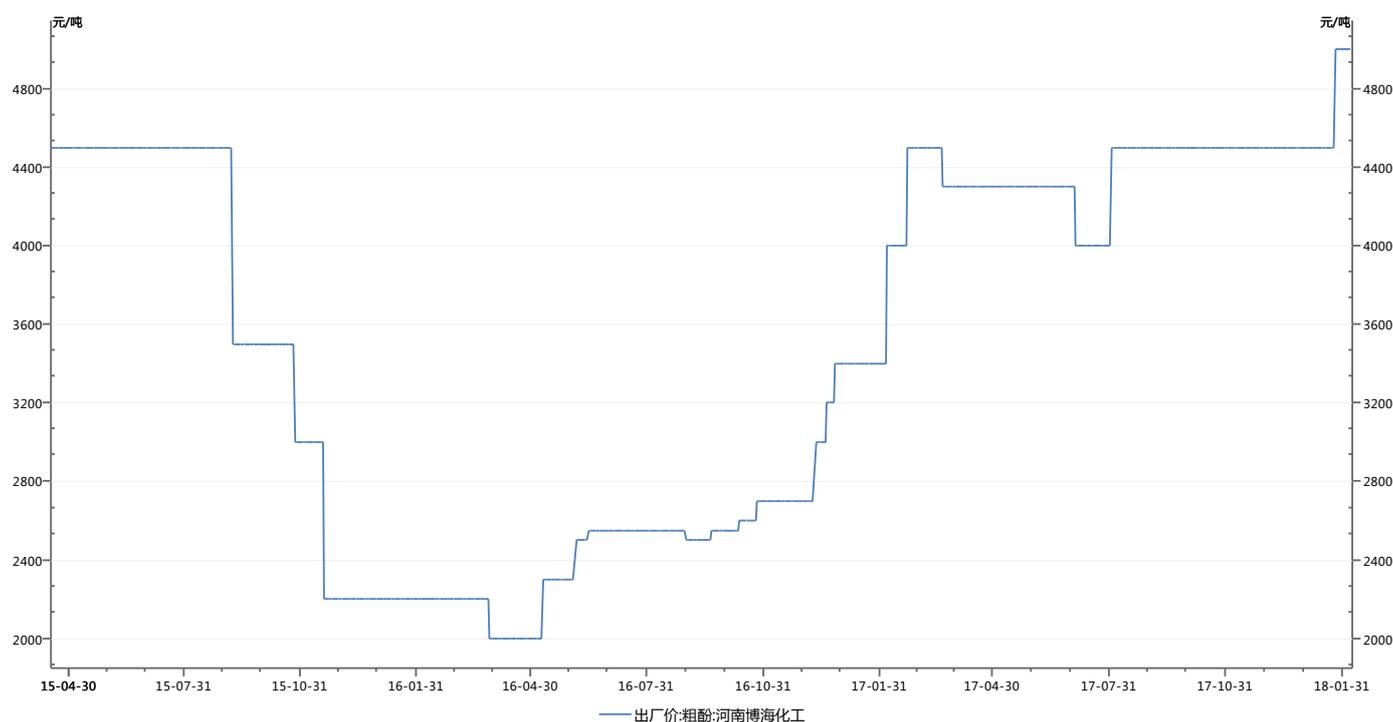
（四）粗酚价格有望保持强势

国内煤焦油加工装置产能预计在 2200-2500 万吨之间，正常生产装置在 2120 万吨左右，长期限制的大约不到 300 万吨，2018 年新建或拟建的产能接近 240 万吨。深加工主产区在山西省、河北省和山东省。正常运行的煤焦油深加工的分布是华北约 42%，华东 26%，二者合计达到 68%，是煤焦油深加工的主产区。

粗酚供应紧张。由于环保限制，高温酚产量较少，而酚精制厂家为维持生产争相采购粗酚。另外，供给侧改革仍然持续，环保约束成为常态，市场上本身的供应偏紧。受宏观经济低迷影响，煤化工行业低迷运行，只有煤沥青与煤焦油基本持平，保持 50%左右的开工率。而粗酚属于小产品，量少，定价机制难以确定，在供应紧张的情况下，价格保持强势的概率更高。

据不完全统计，2018 年新增煤焦油深加工装置在 210 万吨，如果全部投产，预计粗酚产量增加 1.65 万吨，2018 年初粗酚产能在 15 万吨左右，年底产能在 16-17 万吨左右。考虑到环保政策约束，部分加工企业不能产出粗酚，预计实际产量在 13-15 万吨左右。

图 44：粗酚价格走势



数据来源：Wind

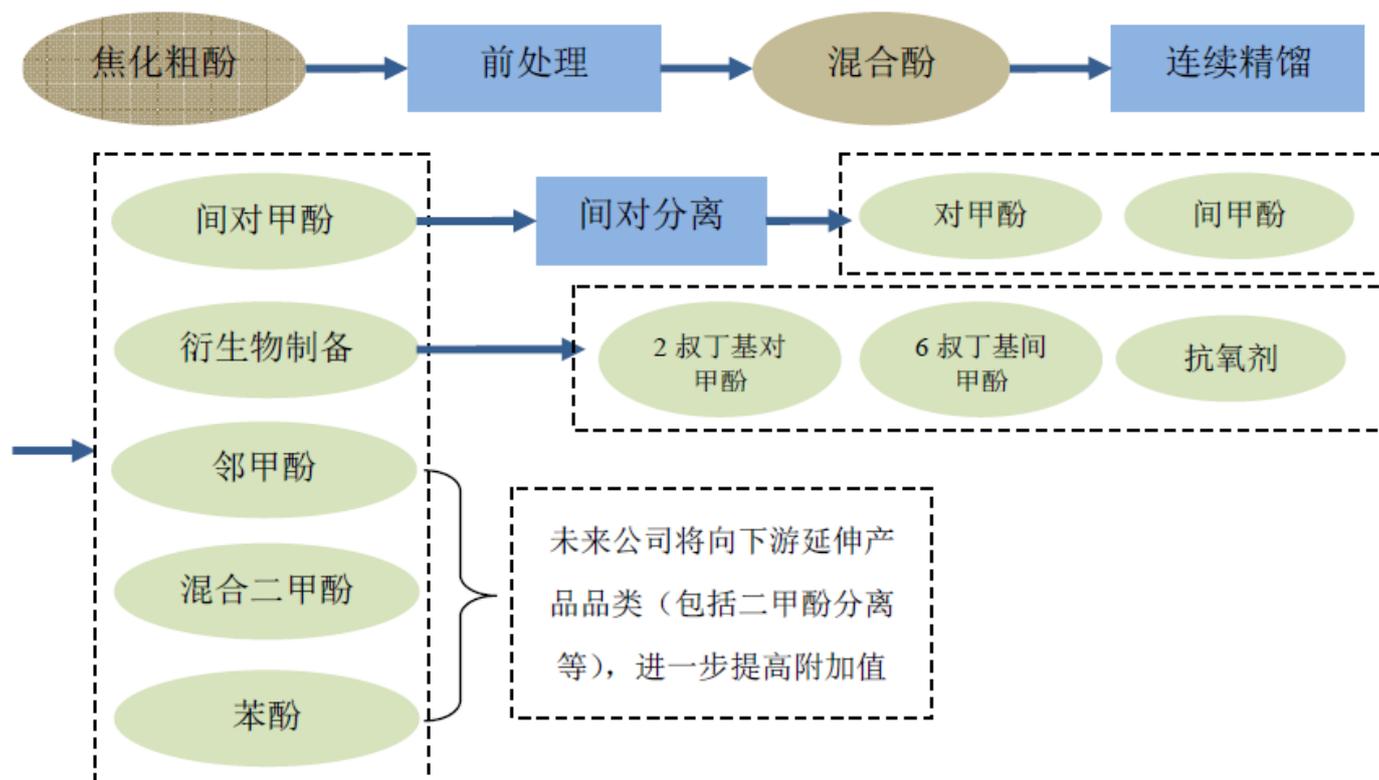
资料来源：Wind，华金证券研究所

粗酚精制的难点在于高浓度酚钠盐处理的技术短板。目前，在煤焦油深加工过程中产生的中性酚盐溶液中大约含有 20-25%的酚类物质，因此可以通过蒸吹、酸化还原分离提取粗酚副产品，剩下的酚盐废水仍含有高浓度的盐（约 25-30%的硫酸钠）及高浓度酚（5000—15000mg/L），高浓度的酚及盐增加了酚钠盐污水处理的难度。

由于煤焦油加工企业的污水处理技术和工艺不成熟配套，因此大多数不能进行粗酚的加工，一般交由第三方处理。但第三方也没有配套的处理高浓度酚钠盐废水的成熟工艺，废水直接排放对环境和生态造成了危害。

安徽时联特种溶剂股份有限公司则拥有完整的、成熟的专有及专利技术，采用独创的连续法生产工艺，对中性酚钠盐进行酸析分离硫酸钠产品和粗酚，并对粗酚进行连续精馏提纯分离出苯酚、邻甲酚、间甲酚、对甲酚、3, 5 二甲酚、3, 4 二甲酚、2, 5 二甲酚等产品，并达到国家外排标准。

图 45: 高纯酚及其衍生物

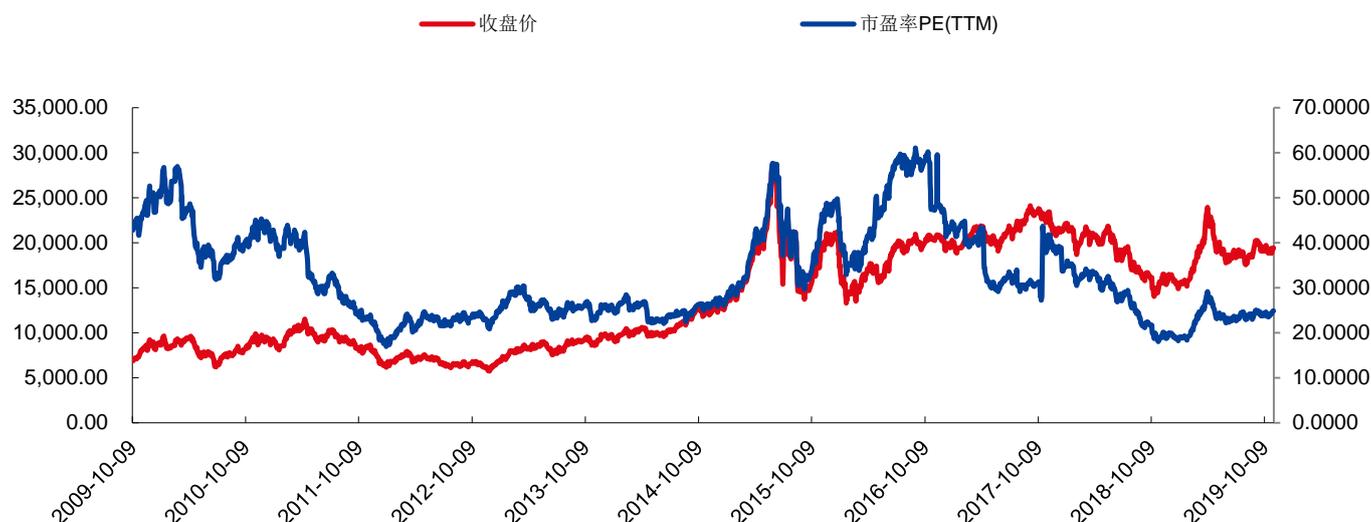


资料来源：时联招股书，华金证券研究所

（五）业绩增长推动估值下降，估值处于历史低位

精细化工板块目前股价较 10 年前明显走高，但高股价的驱动因素是高的业绩增长。截止 2019 年 11 月 6 日，精细化工 PE24.88，依然处于历史低位，我们认为行业增长空间依然较大，板块估值也依然存在上升空间，未来存在业绩与估值同时上升的可能性。

图 46: 精细化工指数 PE (TTM)



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

(六) 公司投资安徽时联，进行精细化工布局

安徽时联特种溶剂股份有限公司，是安庆市专用化学品行业的高新技术企业，拥有多项自主研发的核心发明技术，尤其是作为一项具有国际先进技术水平的生产 HPLC 乙腈的“多级反应-精馏法”，填补了我国高淳溶剂的技术空白，使得公司的整体技术在国内处于领先水平、在国际上跻身世界先进水平行列。

安徽时联目前有 3 个生产基地，总部位于安庆市，占地 120 亩。这三个基地分别是安庆时联、乌海时联和济宁时联。这 3 个基地有一个共同点就是公用工程都是就近，因此其总投资额要小一些。

安庆时联现有 1 万吨氨精制、3000 吨高纯溶剂、2 万吨酚及酚系衍生物的产能。按当前价格水平，预计满产状态下收入规模在 2-3 亿元左右。

乌海时联，其中时联控股 51%，乌海黑猫占 30%，其他股东占比 19%，注册资金 1 亿元，破产重整乌海黑猫三兴资产及债务，对现有装置进行改造升级，利用其硫化-碱溶生产设施，生产出附加值高的酚系产品。

根据公司公告，乌海时联规划 8 万吨酚钠盐含酚废水处理暨 6 万吨气化酚加工（一期），5 万吨/年粗酚精制项目（二期）。一期项目改造预计在今年底完成，2020 年有望开始贡献业绩。项目将利用乌海市及周边地区煤焦油深加工企业在生产过程中产生的中性酚盐废液作为原料，提取其中的酚类物质，生产精制高纯度酚系列产品（如苯酚、邻甲酚、间甲酚、对甲酚、2, 4-二甲酚、2, 5-二甲酚、3, 4-二甲酚、3, 5-二甲酚、乙基酚等高纯酚系列精细化工原料及中间体产品）。项目完成后，不仅能够解决长期困扰乌海及周边煤焦油深加工企业中性酚盐废水的处理

难题，也有效并规范的进行了酚钠盐污水的综合治理，同时还可以年产 4 万吨混合甲酚、1.5 万吨无水硫酸钠及 2 万吨精制苯酚产品。未来还可以协助切入精细化工品下游，延伸产业链，丰富产品结构，提高综合竞争力。

乌海煤炭资源丰富，配套企业多，成本优势明显。如硫酸、烧碱、电石、钢铁等，相比市场主流价格便宜 30-40%；电价、蒸汽、煤气价格也只有内地的 50% 左右，甚至更低。生产的商品一般运往华东和华南等地，运费增加 500-600 元/吨，但跟公用工程的成本节约比还是要少很多；况且，很多化工品的价格基数很高，往往在几万元/吨以上，增加的成本占比很小。

根据当前的价格水平，如果乌海时联今年年底顺利达产，预计明年将带来 16 亿左右的收入、4-5 亿元的利润，按 30% 权益，预计给公司带来 1.2-1.5 亿元的投资收益。

济宁时联将作为酚原料基地。其中时联控股 65%，济宁黑猫占 15%，山东荣辉占 20%，注册资金 3000 万元，征地 135 亩。其中一期 12 万吨酚钠盐污水处理项目有望在今年底完成。项目总投资 8000 万元，届时将形成产能 3 万吨粗酚原料及 2 万吨无水硫酸钠副产品。按目前市场价格，预计将带来 1.6 亿元收入，实现约 3000 万元的净利润。而且增加 5 万吨粗酚精制项目，总投资 1.2 亿元，将形成 5 万吨精制苯酚、邻甲酚、间甲酚、对甲酚等系列产品。预计按现价，将带来 8 亿元的收入、1.5 亿元的利润。该项目预计 2020 年底建成投产，释放业绩预计在 2021 年。

图 47：主要分类产品应用情况

主要产品	主要用途	涉及的主要下游行业
苯酚	生产酚醛树脂、己内酰胺、双酚 A、己二酸、苯胺、烷基酚、水杨酸，用作溶剂、试剂和消毒剂	合成纤维、合成橡胶、塑料、医药、农药、香料、染料以及涂料
二甲酚	生产酚醛树脂、增塑剂、绝缘漆、药品、消毒剂、香料、炸药、高级油墨	医药、化工原料
邻甲酚	生产合成树脂、农药、染料中间体、抗氧化剂	农业、医药、香料、化学试剂
间甲酚	生产苯氧基苯甲醇、菊酯类农药，制灭癣粉三溴甲酚，还用于彩色胶片、树脂、香料，以及其他精细化学品的生产等	香料、农业、消毒剂、精细化学品
6 叔丁基间甲酚	生产抗氧化剂、农药	农业、人造香料
对甲酚	制造抗氧化剂、酚醛树脂、增塑剂、消毒剂	医药、农业、染料
2 叔丁基对甲酚	生产表面活性剂、抗氧化剂、紫外线吸收剂	有机合成领域、光稳定剂
BHT 抗氧化剂	防止石油产品和各种原料油酸值或粘度上升、防止颜色变坏、延长寿命倍数、作为食品添加剂延长保质期、对塑料或橡胶产品能延长使用寿命。	化妆品、医药、食品添加剂、各种石油、塑料、橡胶类企业

资料来源：时联招股书，华金证券研究所

七、盈利预测与估值

推荐理由总结：

- 1、长期来看，国外落后产能逐步淘汰，公司跟随轮胎企业海外建厂加快国际化进程，规避贸易摩擦带来的风险，降低原材料成本扰动，增加市场占有率。炭黑产业格局正逐渐改变，龙头企业迎来契机；
- 2、短期来看，煤焦油下游需求持续疲弱，供给存在一定的保障，产量充足，价格持续回落，公司原材料成本明显下降；
- 3、乘用车销量有望逐步回暖，公司库存持续降低，炭黑价格易涨难跌；
- 4、公司完善产业链布局，有望通过精细化工产品获得新的利润增长点；
- 5、公司经营风险可控，PB 估值处于历史地低位

根据当前价格数据判断，我们预计 2020 年乌海时联 30%股权、济宁时联 15%股权投资收益为 1.44 亿元，其中乌海时联投资收益预计 1.35 亿元、济宁为 900 万元。随着新产能的逐步释放和完全达产，预计 2021-2022 年的收益比 2020 年会有稳步的提高。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 -0.15、0.18 和 0.39 元；净资产收益率分别为 -3.4%、4.0%和 8.2%；给予买入-B 建议。

表 6：炭黑和煤焦油等原料价格弹性（横轴是煤焦油等原料价格、纵轴是炭黑价格）

0.18	3700	3800	3900	4000	4100	4200	4300
5,800.00	0.21	0.11	0	-0.12	-0.25	-0.37	-0.5
5,900.00	0.31	0.2	0.1	-0.01	-0.14	-0.26	-0.39
6,000.00	0.4	0.3	0.19	0.09	-0.02	-0.15	-0.27
6,100.00	0.5	0.39	0.29	0.18	0.08	-0.04	-0.16
6,200.00	0.59	0.49	0.38	0.28	0.17	0.06	-0.05
6,300.00	0.69	0.58	0.48	0.37	0.27	0.16	0.05
6,400.00	0.78	0.68	0.57	0.47	0.36	0.26	0.15

资料来源：华金证券研究所

表 7: 分产品盈利预测: 百万元

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入合计		4,381.10	6,947.34	7,892.98	6,213.63	6,373.37	6,554.57
成本合计		3,584.83	5,663.63	6,654.42	5,692.14	5,707.98	5,798.58
综合毛利率		18.18%	18.48%	15.69%	8.39%	10.44%	11.53%
炭黑	收入小计	3,680.73	5,765.38	6,767.18	5,366.86	5,526.60	5,707.80
	成本小计	3,030.90	4,639.65	5,649.19	4,917.84	4,933.68	5,024.28
	毛利率	17.65%	19.53%	16.52%	8.37%	10.73%	11.98%
	收入增速		56.64%	17.38%	-20.69%	2.98%	3.28%
焦油精制产品	收入小计	335.17	654.96	686.56	424.46	424.46	424.46
	成本小计	309.11	640.73	669.06	445.76	445.76	445.76
	毛利率	7.77%	2.17%	2.55%	-5.02%	-5.02%	-5.02%
	收入增速		95.41%	4.82%	-38.18%	0.00%	0.00%
其他	收入小计		348.41	248.61	222.72	222.72	222.72
	成本小计		220.00	160.35	138.72	138.72	138.72
	毛利率		36.86%	35.50%	37.72%	37.72%	37.72%
	收入增速			-28.64%	-10.41%	0.00%	0.00%
白炭黑	收入小计	84.14	178.59	190.63	199.59	199.59	199.59
	成本小计	92.47	163.25	175.81	189.82	189.82	189.82
	毛利率	-9.90%	8.59%	7.77%	4.90%	4.90%	4.90%
	收入增速		112.25%	6.74%	4.70%	0.00%	0.00%
其他业务	收入小计	258.14					
	成本小计	133.20					
	毛利率	48.40%					
	收入增速						
节能环保业务	收入小计	22.92					
	成本小计	19.15					
	毛利率	16.44%					

资料来源: wind, 华金证券研究所

表 8: 炭黑弹性比较 (报告期 2019-9-30)

简称	产能/EV	产能/市值弹性	产能/债务弹性	产能/股本弹性	市值 (亿元)	产能 (wt)
黑猫股份	3.217	3.438	2.54	15.13	31.99	110.00
永东股份	6.405	1.177	5.76	9.59	30.60	36.00
龙星化工	2.572	1.344	1.96	6.25	22.32	30.00
金能科技	2.885	0.475	2.19	5.03	71.58	34.00
山西焦化	0.160	0.074	0.08	0.53	107.64	8.00

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 9: 炭黑收入及毛利、市值比较

代码	简称	收入 (亿元)	毛利 (亿元)	毛利率	市值/产品收入	市值/毛利
2068	黑猫股份	67.67	11.18	16.52%	1.63	2.86
2753	永东股份	18.68	4.77	25.54%	1.93	6.41
2442	龙星化工	28.72	4.37	15.20%	1.04	5.11
603113	金能科技	20.75	5.15	24.83%	1.64	13.90

资料来源: Wind, 华金证券研究所

八、风险提示

炭黑价格大幅波动风险；

钢铁加大去产能力度导致煤焦油产量降低，原料煤焦油价格大幅波动；

公司业务结构单一抗风险能力相对弱，京津冀周边潜在限产风险、环保趋严导致成本增加；

海外业务拓展风险等。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、王洁婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com