

2023年07月24日

原材料价格大幅回落，下半年利润有望反转

黑猫股份(002068)

评级:	增持	股票代码:	002068
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	24.25/8.8
目标价格:		总市值(亿)	92.64
最新收盘价:	12.39	自由流通市值(亿)	90.89
		自由流通股数(百万)	733.60

事件概述:

2023年7月14日，公司发布业绩预告，2023年上半年公司预计归母净利润-2.20亿元至-2.45亿元；扣除非经常性损益后的净利润-2.20亿元至-2.45亿元；EPS为-0.27至-0.34元。

分析判断:

▶ 原材料价格回落明显，下游需求逐渐向好

据公司公告，2023年第一季度，公司主营产品炭黑的生产原料煤焦油维持高位运行，成本高压叠加下游市场淡季需求疲软导致毛利下滑，百川盈孚数据显示，一季度高温煤焦油市场均价为5078元/吨，较去年同期处于高位；第二季度中上旬煤焦油价格出现大幅下跌带动了产品价格下跌，公司消化高价库存原料及产品导致毛利环比下降，据百川盈孚数据，煤焦油二季度均价为3634元/吨，进入6月原料及产品价格趋稳，截至2023年7月17日，煤焦油价格3800元/吨较年初价格下跌37.39%，较一季度均价跌幅超28.4%，炭黑价差持续扩大。此外，据百川数据，2023年以来我国轮胎开工率呈现向好态势，2023年6月开工率为65.15%，较上年同期提升近10pct。我们预计，随着焦化置换及新建产能陆续投产，煤焦油价格有进一步下行空间；疫情放开后国内经济恢复，下游轮胎厂商需求将逐渐好转，当前公司通用炭黑产品基本面利空出尽，业绩反弹趋势确定。

▶ 锂电池出货量持续增长，导电炭黑急需国产替代

据思瀚研究院数据，2022年国内动力锂电池市场仍以常规类导电剂（炭黑）为主，市场份额占比超过60%。据往期报告，我国导电炭黑主要依赖进口，进口来源主要包括日本狮王、美国卡博特、法国益瑞石、赢创德固赛等国外厂商，亟待实现进口替代。据水晶球财经，2021年我国国内导电炭黑供给98%来自益瑞石。高工产研锂电研究所(GGII)数据显示，随着2023年Q2锂电池排产率逐渐回升，2023H1中国锂电池市场出货量为380GWh，同比增长36%；正极材料出货量115万吨，同比增长50%；负极材料出货量72万吨，同比增长18%。GGII预计未来8年(2022-2030年)，我国锂电池市场CAGR为23.84%。我们认为，伴随锂电池产量快速增长，作为锂电池关键原材料的导电炭黑，急需实现国产替代。

▶ 多项业务协同布局，导电炭黑已实现量产

公司作为国内炭黑龙头，截至2022年底共有炭黑产能114万吨，且正致力于实现产能升级将部分低效产能逐步置换成优势及特种炭黑产能，提升主业竞争力。当前公司重点项目稳步推进，据投资者问答，年产5000吨碳纳米管粉体及配套产业一体化项目第一期正在建设中；拟建年产8万吨碳基材料项目，打造“煤焦油深加工—软沥青—针状焦”产业链一体化项目。2023年6月28日公司公告，将投资新建“年产16万吨碳材/橡胶复合母胶项目”。项目分三期进行建设，共建设8×2万吨/年生产线，其中一期建设1×2万吨/年生产线，二期建设3×2万吨/年生产线，三期建设4×2万吨/年生产线，公司已对下游客户分行业进行开发，主要针对全钢轮胎、特种轮胎、橡胶制品等领域的规模企业进行送样认证推广。此外公司2022年先后成立了内蒙古黑猫纳米材料科技有限公司、江西黑猫纳米材料科技有限公司，分别新建5万吨、2万吨超导导电炭黑项目，当前公司自主研发的锂电池专用导电炭黑已实现量产，经过半年多的市场推广和客户验证，据投资者问答，目前该产品在多家锂电池头部企业通过验证测试，已于6月份开始小批量向下游电池企业提供锂电级导电炭黑产品。我们认为，公司通过产能升级和多项业务协同布局，有助于公司产品结构优化，为公司利润提供可观增量。

投资建议

我们调整之前2023-2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入分别为

94.39/101.05/108.59 亿元（此前 2023、2024 年分别为 101.14、111.19 亿元），归母净利润分别为 3.05/7.70/9.92 亿元（此前 2023、2024 年分别为 5.07、6.95 亿元），EPS 分别为 0.41/1.03/1.33 元（此前 2023、2024 年为 0.68、0.93 元），对应 2023 年 7 月 24 日收盘价 12.39 元 PE 分别为 30/12/9 倍。公司为炭黑行业龙头，原材料煤焦油价格高位导致业绩承压，当前价格已大幅回落，我们预计随着公司导电炭黑验证成功并导入下游锂电企业，原材料价格进一步下行及轮胎市场景气度回升，公司业绩有望持续向好，我们看好公司未来的成长，维持“增持”评级。

风险提示

煤焦油价格波动加剧，项目投产不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,930	9,893	9,439	10,105	10,859
YoY (%)	42.6%	24.7%	-4.6%	7.1%	7.5%
归母净利润(百万元)	431	9	305	770	992
YoY (%)	344.7%	-97.9%	3343.8%	152.6%	28.9%
毛利率 (%)	12.8%	4.2%	9.2%	12.8%	15.5%
每股收益 (元)	0.59	0.01	0.41	1.03	1.33
ROE	13.3%	0.3%	8.5%	17.7%	18.6%
市盈率	21.00	1,239.00	30.40	12.03	9.34

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：董宇轩

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

SAC NO:

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,893	9,439	10,105	10,859	净利润	12	345	747	982
YoY (%)	24.7%	-4.6%	7.1%	7.5%	折旧和摊销	339	319	328	339
营业成本	9,475	8,570	8,807	9,179	营运资金变动	-529	427	-717	418
营业税金及附加	40	61	66	76	经营活动现金流	-88	1,264	523	1,945
销售费用	68	57	61	65	资本开支	-159	-314	-322	-349
管理费用	205	236	243	271	投资	-75	-45	-48	-48
财务费用	40	157	137	132	投资活动现金流	-234	-373	-376	-433
研发费用	4	6	6	11	股权募资	8	-1	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	585	200	-300	0
投资收益	-23	-11	-1	-33	筹资活动现金流	497	36	-459	-149
营业利润	53	383	836	1,142	现金净流量	228	927	-312	1,363
营业外收支	4	0	-5	-26					
利润总额	57	383	831	1,116	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	45	38	83	134	成长能力				
净利润	12	345	747	982	营业收入增长率	24.7%	-4.6%	7.1%	7.5%
归属于母公司净利润	9	305	770	992	净利润增长率	-97.9%	3343.8%	152.6%	28.9%
YoY (%)	-97.9%	3343.8%	152.6%	28.9%	盈利能力				
每股收益	0.01	0.41	1.03	1.33	毛利率	4.2%	9.2%	12.8%	15.5%
					净利率	0.1%	3.2%	7.6%	9.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.1%	3.8%	8.2%	10.2%
货币资金	527	1,454	1,142	2,505	净资产收益率 ROE	0.3%	8.5%	17.7%	18.6%
预付款项	153	136	140	146	偿债能力				
存货	1,378	693	1,451	778	流动比率	1.13	1.24	1.37	1.72
其他流动资产	2,767	2,173	3,031	2,555	速动比率	0.76	0.99	0.98	1.44
流动资产合计	4,826	4,456	5,765	5,985	现金比率	0.12	0.40	0.27	0.72
长期股权投资	150	195	243	291	资产负债率	59.2%	53.3%	52.0%	43.2%
固定资产	2,747	2,639	2,515	2,388	经营效率				
无形资产	227	225	224	221	总资产周转率	1.28	1.14	1.15	1.14
非流动资产合计	3,583	3,627	3,669	3,706	每股指标 (元)				
资产合计	8,409	8,083	9,435	9,691	每股收益	0.01	0.41	1.03	1.33
短期借款	1,881	2,081	1,781	1,781	每股净资产	4.38	4.79	5.82	7.15
应付账款及票据	2,105	1,227	2,134	1,391	每股经营现金流	-0.12	1.69	0.70	2.60
其他流动负债	288	296	294	310	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,275	3,605	4,209	3,483	估值分析				
长期借款	600	600	600	600	PE	1,239.00	30.40	12.03	9.34
其他长期负债	100	100	100	100	PB	2.73	2.59	2.13	1.73
非流动负债合计	701	701	701	701					
负债合计	4,975	4,305	4,909	4,183					
股本	748	748	748	748					
少数股东权益	154	194	172	162					
股东权益合计	3,434	3,778	4,525	5,508					
负债和股东权益合计	8,409	8,083	9,435	9,691					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。