



黑猫股份 (002068.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

二季度仍承压,导电炭黑有望逐步放量

业绩简评

2023年8月24日公司披露半年报,上半年实现营收44.23亿元,同比下降4.98%;实现归母净利润-2.36亿元,同比下降445.79%。其中,Q2实现营收22.17亿元,同比下降21.01%;实现归母净利润-1.32亿元,同比下降267.76%。

经营分析

2季度受到行业低迷影响,公司业绩表现相对承压:上半年公司整体运行受到行业影响较大,一方面整体下游需求支撑不足,上游原材料的价格压力向下游传导不畅,导致产品价差依然明显承压;另一方面,由于原材料价格在二季度中间存在明显波动,导致二季度在行业承压的基础上还需要消化库存叠加压力。单二季度看产品毛利率约为-2.14%,环比一季度进一步下降。

导电炭黑逐步获得下游客户认可,产品有望进入放量期:公司是国内最大的传统炭黑生产企业,但是行业同质化较高,因而公司借助自身的技术积淀和研发优势向差异化产品进行布局,目前公司的导电炭黑已经开始逐步通过下游客户的认证,逐步进入小批量供货阶段,相比于传统产品,导电炭黑的技术要求相对较好,下游客户粘度高,产品盈利明显提升,且公司布局相对较早,具有一定的先发优势,在炭管等其他品类领域形成协同效应。目前公司已经具备1万吨产能,2万吨一期产能正在建,有望带动公司整体盈利获得回升。

盈利预测、估值与评级

23年上半年,炭黑行业明显承压,下游需求支撑力度有限,同时原材料波动形成了库存压力,导致公司上半年产品盈利承压,下半年,伴随经济的逐步修复和原材料价格的逐步稳定,行业压力有望有所减弱,但综合考虑我们下调公司2023年的盈利水平97%至负值,但后期伴随公司高附加值产品的逐步放量,有望对公司业绩形成支撑,带动公司盈利获得恢复。预测公司2023/2024/2025年归母净利润分别为-0.82、3.55、4.81亿元,EPS分别为-0.11、0.48、0.65元/股,当前股价对应公司2024年PE为23.3倍,维持“买入”评级。

风险提示

新项目建设不达预期;导电炭黑竞争格局恶化风险;传统炭黑盈利压缩风险。

基础化工组

分析师:陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

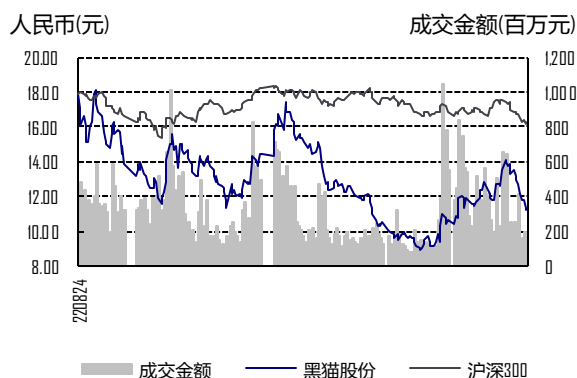
分析师:杨翼荣 (执业S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.17元

相关报告:

1.《盈利环比回升,加大新能源新材料领域布局-【国金化工】黑猫股份...》,2022.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,930	9,893	9,013	9,503	9,947
营业收入增长率	42.64%	24.75%	-8.89%	5.43%	4.67%
归母净利润(百万元)	431	9	-82	355	481
归母净利润增长率	344.71%	-97.95%	N/A	N/A	35.21%
摊薄每股收益(元)	0.577	0.012	-0.110	0.479	0.648
每股经营性现金流净额	0.26	-0.12	-0.08	1.10	1.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.26%	0.27%	-2.67%	10.72%	13.05%
P/E	18.21	1,011.97	-101.14	23.30	17.23
P/B	2.41	2.73	2.70	2.50	2.25

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,560	7,930	9,893	9,013	9,503	9,947
增长率		42.6%	24.7%	-8.9%	5.4%	4.7%
主营业务成本	-4,973	-6,916	-9,475	-8,639	-8,607	-8,890
%销售收入	89.4%	87.2%	95.8%	95.9%	90.6%	89.4%
毛利	587	1,014	418	374	895	1,057
%销售收入	10.6%	12.8%	4.2%	4.1%	9.4%	10.6%
营业税金及附加	-43	-52	-40	-36	-48	-50
%销售收入	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
销售费用	-77	-70	-68	-63	-67	-70
%销售收入	1.4%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-215	-224	-205	-225	-238	-249
%销售收入	3.9%	2.8%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-6	-5	-4	-4	-4	-4
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	247	664	101	46	540	685
%销售收入	4.4%	8.4%	1.0%	0.5%	5.7%	6.9%
财务费用	-101	-81	-40	-118	-133	-143
%销售收入	1.8%	1.0%	0.4%	1.3%	1.4%	1.4%
资产减值损失	-63	-57	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	-27	-23	0	10	20
%税前利润	1.6%	n.a	n.a	0.0%	2.4%	3.6%
营业利润	113	527	53	-72	417	562
营业利润率	2.0%	6.6%	0.5%	n.a	4.4%	5.6%
营业外收支	-11	-26	4	0	0	0
税前利润	102	501	57	-72	417	562
利润率	1.8%	6.3%	0.6%	n.a	4.4%	5.6%
所得税	-18	-46	-45	0	-42	-56
所得税率	17.6%	9.2%	79.2%	n.a	10.0%	10.0%
净利润	84	455	12	-72	375	506
少数股东损益	-13	24	3	10	20	25
归属于母公司的净利润	97	431	9	-82	355	481
净利率	1.7%	5.4%	0.1%	n.a	3.7%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	84	455	12	-72	375	506
少数股东损益	-13	24	3	10	20	25
非现金支出	398	407	362	350	416	490
非经营收益	115	118	68	115	130	131
营运资金变动	-641	-784	-529	-455	-95	-106
经营活动现金净流	-44	196	-88	-61	827	1,021
资本开支	-133	-180	-159	-365	-760	-760
投资	44	-47	-75	-100	-106	-50
其他	3	10	0	0	10	20
投资活动现金净流	-85	-216	-234	-465	-856	-790
股权募资	44	41	8	-16	0	0
债权募资	-250	50	585	773	283	49
其他	-81	-99	-96	-235	-252	-263
筹资活动现金净流	-286	-8	497	521	31	-214
现金净流量	-442	-31	228	-5	2	17

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	305	313	527	517	515	530
应收款项	2,402	2,187	2,716	2,763	2,913	3,049
存货	633	964	1,378	1,420	1,415	1,461
其他流动资产	145	152	205	218	227	240
流动资产	3,486	3,615	4,826	4,918	5,070	5,280
%总资产	50.3%	50.9%	57.4%	57.0%	54.9%	54.1%
长期投资	55	93	150	250	356	406
固定资产	3,112	3,059	3,068	3,123	3,463	3,727
%总资产	44.9%	43.1%	36.5%	36.2%	37.5%	38.2%
无形资产	226	241	237	242	248	254
非流动资产	3,447	3,488	3,583	3,708	4,158	4,477
%总资产	49.7%	49.1%	42.6%	43.0%	45.1%	45.9%
资产总计	6,933	7,103	8,409	8,626	9,228	9,757
短期借款	1,486	1,637	1,882	2,659	2,938	2,987
应付款项	1,775	1,541	2,245	1,967	1,960	2,025
其他流动负债	99	127	148	72	138	163
流动负债	3,360	3,305	4,275	4,698	5,036	5,175
长期贷款	400	300	600	600	600	600
其他长期负债	89	100	100	91	92	89
负债	3,849	3,705	4,975	5,390	5,728	5,864
普通股股东权益	2,994	3,254	3,280	3,072	3,315	3,684
其中：股本	745	748	748	748	748	748
未分配利润	669	897	891	697	940	1,309
少数股东权益	90	144	154	164	184	209
负债股东权益合计	6,933	7,103	8,409	8,626	9,228	9,757

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.130	0.577	0.012	-0.110	0.479	0.648
每股净资产	4.020	4.350	4.384	4.144	4.472	4.969
每股经营现金净流	-0.059	0.262	-0.117	-0.082	1.105	1.365
每股股利	0.000	0.100	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	3.24%	13.26%	0.27%	-2.67%	10.72%	13.05%
总资产收益率	1.40%	6.07%	0.11%	-0.95%	3.85%	4.93%
投入资本收益率	4.10%	11.30%	0.35%	0.70%	6.90%	8.24%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.04%	42.64%	24.75%	-8.89%	5.43%	4.67%
EBIT 增长率	N/A	168.6%	-84.8%	-54.60%	#####	26.84%
净利润增长率	-135.1%	344.7%	-97.9%	N/A	N/A	35.21%
总资产增长率	-3.53%	2.45%	18.40%	2.58%	6.98%	5.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.9	71.8	71.3	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	45.3	42.1	45.1	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	47.4	35.5	29.3	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	198.3	132.2	101.3	117.5	120.7	121.3
偿债能力						
净负债/股东权益	50.59%	47.82%	56.94%	84.72%	86.37%	78.55%
EBIT 利息保障倍数	2.5	8.2	2.5	0.4	4.1	4.8
资产负债率	55.52%	52.16%	59.16%	62.48%	62.08%	60.10%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-18	买入	9.97	12.31~12.31
2	2022-08-25	买入	17.86	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究